

FINANÇAS

Fernando Nogueira da Costa



COSTA, Fernando Nogueira da

Finanças. Campinas, SP: Blog Cultura & Cidadania, 2023.
362p.

1. Finanças Pessoais. 2. Finanças Corporativas.
3. Finanças Públicas. 4. Finanças Bancárias.
5. Finanças Internacionais. I. Título.

330
C837a

Sumário

Introdução: Método de Análise do Sistema Financeiro	5
Capítulo 1. História Financeira	14
Surgimento dos Bancos: História Edificante.....	14
Surgimento do Preconceito contra Banqueiros.....	18
Surgimento da Contabilidade Bancária: Moeda Escritural	22
Surgimento de Papel-Moeda e Reservas Bancárias.....	27
Surgimento do Banco Central: Autoridade Monetária	31
Capítulo 2. Teoria Financeira	36
Sistema Capitalista é Financeiro	36
Tríplice Classificação das Teorias sobre Bancos e Finanças	44
Três Ideias-Chave em Teorias de Equilíbrio sem Finanças	48
Três Ideias-Chave em Teorias Reflexivas sobre Finanças	52
Três Ideias-Chave das Abordagens Sistêmicas com Finanças.....	54
Após Marx: Abordagem do Sistema Capitalista como Financeiro	55
Outras Abordagens Sistêmicas Evolucionárias com Finanças	63
Escola Austríaca e a Teoria do Ciclo de Crédito de von Mises	68
Teoria Financeira de Michał Kalecki.....	77
Teoria Financeira de Hyman P. Minsky	84
Ideias Básicas sobre Economia de Endividamento e Economia de Mercado de Capitais	93
Fronteira Teórica: Circuito Monetário-Financeiro em Sistema Complexo	96
Capítulo 3. Finanças Pessoais	104
Ideias-Guias da Economia da Felicidade	105
Previsivelmente Irracional.....	108
Finanças Comportamentais	114
Finanças Racionais	120
Gestão do Portfólio	126
Contabilidade Financeira.....	129
Capítulo 4. Finanças Corporativas	131
Ambiente Econômico-Financeiro para Empresas Não-Financeiras	132
Finanças Unilaterais: Escolha de Portfólio sem Risco Passivo	134
Hipótese da Instabilidade Financeira.....	138
Ciclos de Endividamento: Alavancagem e Desalavancagem Financeira	142
Ciclo de Financeirização ou de Desalavancagem Financeira?.....	144
Administração Financeira	149

Estudo de Caso das Inconsistências em Lançamentos Contábeis.....	154
Capítulo 5. Finanças Públicas.....	161
Endividamento Público em Finanças Funcionais.....	163
Nova Síntese Neoclássica e Política Fiscal.....	168
Fadinha da Confiança com Regra.....	179
Administração Fazendária.....	183
Contabilidade Fiscal.....	189
Capítulo 6. Finanças Bancárias.....	196
Dinheiro, Dinheiro, Dinheiro... Gira o Mundo.....	200
Transformação dos Bancos Centrais.....	205
Administração Bancária.....	212
Contabilidade Bancária.....	219
Capítulo 7. Finanças Internacionais.....	233
Mercado de Câmbio.....	237
Conceitos e Definições da Taxa de Câmbio.....	242
Cobertura do Risco de Câmbio.....	247
Determinantes da Taxa de Câmbio.....	256
Administração Cambial.....	265
Contabilidade das Relações com o Exterior.....	274
Capítulo 8. Política Financeira.....	281
Ciclos e Tendência.....	282
Economista Antifascista contra Economistas TecnoCratas.....	286
Controle do Crédito: Banco Central e a Economia Planificada.....	291
Política Monetária de Crédito e Juros.....	297
Política Monetária em Debate entre Regra ou Arbítrio.....	303
Política Fiscal: Gasto Público cria Demanda Efetiva.....	312
Considerações Finais: Sistema Financeiro Nacional Disfuncional?!.....	320
Visão do Dinheiro.....	321
Abordagem Sistêmica Financeira.....	324
Fundamentos da Economia Financeira.....	327
Conclusão Final.....	334
Anexo Estatístico: Riqueza Escriturada na Matriz de Patrimônio Financeiro.....	336
Fontes de Referências.....	352
Obras do Autor com links para download.....	356
Sobre o Autor.....	362

Introdução: Método de Análise do Sistema Financeiro

"A Igreja proibira os juros serem recebidos, mas não a venda da propriedade para se enfrentar necessidades urgentes, nem sequer cedê-la, por determinado tempo, até o reembolso da dívida ao prestamista de dinheiro, a fim de estes a ter como garantia, mas também durante a posse pudesse, em seu uso, gozar de um substituto do dinheiro emprestado. (...) A própria Igreja ou as comunas e as pia corpora [corporações piedosas] pertencentes a ela tiravam grande proveito disso, sobretudo na época das Cruzadas. Isso levou uma grande parte da riqueza para a chamada 'mão morta', porque os judeus não podiam praticar tal usura, sendo impossível ocultar a posse de uma garantia tão sólida. (...) Sem a proibição dos juros, as Igrejas e os conventos jamais poderiam ter ficado tão ricos" (apud Karl Marx. *O Capital* Volume III – Tomo 2. São Paulo: Abril Cultural; p. 120).

A Wikipedia, maior e mais acessível enciclopédia da história humana, define Finanças como *a gestão do dinheiro*. Esclarece essa definição não se restringir somente à *gestão dos recursos próprios* através de uma *seleção da carteira de ativos*, isto é, diferentes formas de manutenção da riqueza.

Salienta ser necessário gerenciar *os ativos*, mas também *os passivos*. Trata-se, desde logo, de responder à pergunta-chave: qual é a composição entre recursos próprios e recursos de terceiros capaz de sustentar maior retorno e menor risco da estrutura de ativos?

As Finanças contemplam não só o entendimento de como um indivíduo, uma empresa ou um governo adquire o dinheiro necessário para suas atividades através da acumulação prévia ou do crédito concedido por bancos ou no exterior (resto do mundo), e como cada qual gasta ou investe esse dinheiro. Devem analisar todos os "setores institucionais" inseridos no sistema financeiro.

As análises neles focadas se dividem pelas seguintes categorias principais: Finanças Pessoais, Finanças Corporativas, Finanças Públicas, Finanças Bancárias e Finanças Internacionais.

Ao consolidar a evolução dos ativos financeiros líquidos por setor, na Matriz do Patrimônio Financeiro (veja Anexo Estatístico), elaborada pelo Banco Central do Brasil, a diferença entre os ativos e os passivos financeiros revela quais são os *setores institucionais liquidamente emprestadores*. São as famílias (cerca de $\frac{3}{4}$ do total concedido) e o resto do mundo (em torno de $\frac{1}{4}$).

Enquanto isso, os *setores liquidamente tomadores* são as sociedades não financeiras (menos de $\frac{2}{3}$) e o governo (mais de $\frac{1}{3}$). São estruturalmente *devedores* sem grandes alterações nas participações relativas no total tomado ao longo do tempo pesquisado.

O sistema financeiro apresentava suas sociedades financeiras com posição consolidada quase equilibrada (diferença entre ativos e passivos com resíduo próximo de zero), devido à sua função de *intermediação de recursos*. Afinal, todos os setores institucionais interagem através dos *subsistemas de financiamento, gestão de dinheiro e pagamentos*.

É tentador fazer uma correlação desses subsistemas aos três segmentos do mercado financeiro, referentes, respectivamente, a *mercado de dinheiro, mercado de capitais e mercado de crédito*. O financiamento pode ser direcionado a todos pelo sistema bancário, do mesmo modo como todos possuem um portfólio.

Os mercados financeiros facilitam ações econômicas centrais como *produzir e negociar, ganhar e gastar, poupar e investir, acumular e se aposentar, transferir e legar*. A análise econômica dos papéis do dinheiro, do crédito e do capital constitui uma tradição tão antiga quanto a própria Ciência Econômica, mas não realizada de maneira integrada como aqui se pretende fazer.

Um dos objetivos deste livro é cobrir uma falha no desenvolvimento da compreensão conceitual de como funcionam os mercados de dinheiro, crédito e capital. Mostrará os elementos básicos das *interações desses mercados com os mercados de bens e serviços*, ou seja, *a atividade econômica não financeira*.

A persistente diversidade de pensamento sobre questões econômico-financeiras não resolvidas refletiu a incapacidade da pesquisa empírica para uma *análise em conjunto dessa*

complexidade. Há multiplicidade de fatores determinantes, plausivelmente relevantes, mas difíceis de observar, por exemplo, percepções *ex-ante* dos agentes sobre *riscos*, bem como as contrapartidas em *retornos*.

A razão essencial para haver um mercado de capitais, em qualquer economia desenvolvida, decorre da natureza do processo produtivo. Em todas as economias capitalistas, a produção de bens e serviços para satisfazer as necessidades humanas depende tanto do *capital* quanto do *trabalho*.

O capital existente para ser usado na produção é convencionalmente visto como físico. Os economistas ortodoxos tradicionalmente apresentam *o capital como fosse somente um componente do processo de produção*.

Os heterodoxos, no entanto, destacam *o papel do capital como um veículo para transmitir riqueza*, ou seja, o comando sobre bens e serviços para a frente na seta do tempo. Nesse sentido, devem possuí-lo por propiciar a capacidade de direcionar as decisões.

Como visto, a função alavancadora de rentabilidade patrimonial através dessa propriedade-capital cabe, liquidamente, a indivíduos ou ao resto do mundo. Nesse caso, o papel inicial primário do mercado de capitais é estabelecer os termos nos quais o capital é mantido e/ou cedido a setor não-financeiro e setor governamental.

Nas *economias orientadas para o mercado de capitais*, os termos nos quais o capital é (ou pode ser) mantido fornecem incentivos capazes de afetar a acumulação adicional de novo capital. Ao longo do tempo, o mercado de capitais desempenha um papel adicional e logicamente conseqüente na determinação da quantidade de capital financeiro e físico existente na economia – e daí sua capacidade potencial de produzir bens e serviços.

A heterogeneidade entre os diferentes participantes em uma *economia de endividamento bancário e/ou público* também fornece uma justificativa econômica para a existência do *mercado de crédito*. O papel inicial dele é facilitar a concessão e a tomada de empréstimos, ou seja, a transferência do poder de compra pela emissão e aquisição (e negociação) de dívidas denominadas em dinheiro.

Ao estabelecer os termos nos quais essas transferências ocorrem, o *mercado de crédito* desempenha a função de orientar a alocação dos recursos da economia, paralela à desempenhada pelo *mercado de capitais*. Neste há lançamento de ações para elevação do *capital próprio*, naquele há concessão de empréstimos para o *capital de terceiros* propiciar a alavancagem financeira sobre esse capital próprio, isto é, multiplicar a rentabilidade através de endividamento.

O papel econômico desempenhado pelo *mercado de moeda* é mais difícil de estabelecer, se comparado ao dos *mercados de capital e crédito*, por causa de falta de consenso entre economistas sobre a definição precisa de “dinheiro” de maneira distinta de “moeda”. Duas linhas de pensamento têm tradicionalmente dominado o debate sobre o assunto.

Na raiz dessas diferenças entre ortodoxos e heterodoxos se encontra a maneira como eles concebem o dinheiro e as finanças. O dinheiro, segundo os economistas clássicos com inabalável devoção ao *naturalismo monetário*, nada mais era senão ouro ou prata. Como tal, era uma mercadoria sujeita às mesmas leis de oferta e demanda como qualquer outra mercadoria.”

Os *instrumentos de crédito privados*, para os (neo)clássicos, não eram dinheiro – eram apenas *substitutos do dinheiro* e tinham valor apenas caso houvesse reservas em ouro ou prata reais disponíveis para resgatá-los. A proposição de o valor econômico ser uma propriedade natural, ao invés de uma ideia historicamente contingente, simplificou enormemente a tarefa de entender a economia.

Se era possível tomar o conceito de valor econômico como certo, então a análise econômica poderia (e deveria) prosseguir sem se preocupar com o dinheiro. Afinal, o valor econômico existia no estado de natureza muito antes da invenção do dinheiro, dos bancos ou de qualquer outra complicação das finanças modernas.

A própria moeda seria simplesmente uma dentre o universo de mercadorias escolhida para servir como meio de troca e assim minimizar os inconvenientes do escambo. Como tal, ninguém apreciaria o dinheiro em si: o realmente desejado seriam as mercadorias possíveis de ser compradas com ele...

Sendo assim, o método mais simples e melhor de análise segundo a ortodoxia seria começar ignorando o dinheiro. A análise econômica deveria se dar apenas em termos "reais". O dinheiro então seria acrescentado posteriormente, caso fosse um assunto de interesse por si mesmo – ou não, se for considerado dispensável.

Ao contrário, a linha de pensamento considerada heterodoxa enfatizou *o papel do dinheiro como uma forma de manutenção de riqueza*, isto é, um ativo capaz de ser *uma reserva de valor*. Desse modo, até divisa estrangeira, caso fosse usada como tal reserva, seria uma riqueza.

Nesse caso, considera-se a segurança e liquidez do ativo, dada a ausência de risco de inadimplência e sua facilidade de conversão a uma taxa de câmbio predeterminada. Seria uma "quase-moeda".

A linha alternativa ao pensamento convencional enfatiza, além dessa função (reserva de valor), o papel do dinheiro em efetuar transações como unidade de conta e meio de pagamentos. Portanto, define como dinheiro pleno apenas aqueles ativos monetários aceitáveis social e legalmente.

Muitos leigos se confundem com a conclusão: "todo dinheiro é moeda, mas nem toda moeda é dinheiro". As diferentes formas de moeda, quando não cumprem as três citadas funções, são classificadas apenas como um "dinheiro parcial".

O *sistema financeiro* compõe-se de todos os agentes econômicos atuantes nos mercados financeiros pelos quais o fluxo de dinheiro é canalizado da renda recebida para investimentos financeiros e/ou do crédito concedido para efetuar pagamentos devidos. Transita entre os citados "setores institucionais" – e dentro deles.

Um foco nas Finanças é, por um lado, *gerenciamento de investimentos*, chamado de *gestão de dinheiro*, quando são indivíduos, e *gerenciamento de ativos*, quando se refere às empresas não-financeiras e instituições financeiras. Por outro lado, o *gerenciamento de financiamentos* inclui a capitalização associada ao lançamento de ações e à negociação de valores mobiliários como debêntures (títulos de dívida direta) por empresas, bem como o *gerenciamento de riscos* pelo credor e pelo devedor.

Como é um amplo campo de interesse acadêmico, as Finanças são estudadas nas áreas de ensino de Economia, Administração, Contabilidade e Matemática Aplicada. Dada sua aplicação, existem várias qualificações profissionais relacionadas à essa área de conhecimento *interdisciplinar*.

O desafio intelectual feito aos leitores deste livro é transformá-la em *transdisciplinar*. Proponho uma *abordagem sistêmica* para superar as fronteiras disciplinares e compreender a totalidade de modo integrado.

O debate sobre se o financiamento é uma *Arte* (habilidade) ou uma *Ciência* (experimentação testada e aprovada) ainda está aberto. Há uma lista de problemas não resolvidos referentes ao sistema financeiro.

O primeiro é, justamente, ser necessária uma *abordagem sistêmica ou holista – e não setorial*, como o verbete da Wikipedia dedica à sua análise.

Em lugar de denunciar, de maneira vã e leviana, a chamada “financeirização”, os economistas necessitariam sim pesquisar e estudar mais as Finanças. Na graduação, deveriam cursar a disciplina Economia Financeira, a qual incorpora e supera a Economia Monetária.

O *conhecimento sistêmico* é o mais distinto em relação à possível aprendizagem sobre a atividade econômica com a prática experimental em negócios, por meio de tentativas-e-erros, tipo “deu certo repete”, “deu errado muda”. Os “homens de negócio” conhecem sua atividade microeconômica, mas sem o estudo de Ciência Econômica não obtêm *uma visão do todo*.

Somente com o conhecimento de gestão não possuem o instrumental teórico-analítico para elaborar o *cenário macroeconômico* e, então, contextualizar e tomar as melhores decisões. A Macroeconomia é resultante da pluralidade das decisões econômico-financeiras descentralizadas, descoordenadas e desinformadas umas das outras.

Para maior entendimento de *sistemas econômicos*, na atual fronteira de conhecimento, é necessário estudar a partir da *visão holista de um maior sistema complexo*, emergente de interações de múltiplos componentes, inclusive os não considerados “econômicos”, como políticos, sociais e comportamentais.

Quando se depara com tantos temas interativos, a mente humana abomina essa *complexidade*. Busca então uma *simplicidade reducionista*. É possível encontrar uma única expressão para conceituar o capitalismo?

Uma “palavrinha-mágica” sintetiza esse conhecimento necessário a todos os agentes econômicos: *Finanças*. Sob esse título, o objetivo deste livro será apresentar a *Economia Financeira* como um sistema econômico-financeiro mais abrangente por emergir de interações entre *o subsistema de pagamentos, o subsistema de gestão de dinheiro e o subsistema de financiamento*, nos quais todos os setores institucionais se envolvem.

As *Finanças* são relacionadas à gestão do dinheiro por parte de pessoas (Finanças Pessoais), empresas (Finanças Corporativas), instituições financeiras (Finanças Bancárias), governos (Finanças Públicas) e resto do mundo (Finanças Internacionais). Aqui será analisado, nessa ordem, como esses *setores institucionais* lidam com as questões financeiras.

Será mostrado como cada qual adquire o dinheiro necessário para o enriquecimento. Após receberem dinheiro em fluxo de renda, eles devem o gastar ou investir para acumulação de um estoque de riqueza financeira como reserva para enfrentar o futuro incerto?

Inovação financeira em princípio busca criar e ocupar um mercado ainda sem a regulamentação da Autoridade Monetária. Por exemplo, diante da ameaça das criptomoedas privadas à soberania da moeda nacional, os sistemas de pagamento digital também receberão a atenção para avaliar sua possível regulação.

As criptomoedas serão contrapostas com a implantação governamental da CBDC (Moeda Digital do Banco Central) para evitar a inovação financeira com moeda privada se tornar dominante e fora do controle.

A hipótese-chave aqui defendida é, avizinhando a Economia Digital, devemos *superar o tradicional ensino de Economia Monetária com a aprendizagem de Economia Financeira*, de maneira interdisciplinar, isto é, reunindo conhecimentos da Administração Financeira e Contabilidade Financeira. Nela também estará incluído o necessário estudo teórico-conceitual de moeda e demanda por dinheiro, bem como da política de juros e gerenciamento da liquidez, para colocar o juro de mercado no nível do juro-meta, anunciado pelo Banco Central, e dos mecanismos de transmissão da política financeira.

Além das Finanças Pessoais e da Finanças Corporativas, receberão capítulos próprios tanto as Finanças Públicas e as Finanças Bancárias, como pilares da soberania do Estado nacional frente aos padrões monetários hegemônicos, quanto as Finanças Internacionais sob distintos regimes cambiais e condições de balanços de pagamentos.

A determinação das taxas de juro, especialmente, a estrutura das taxas de juros a termo (futuras), superou a antiga ênfase na política monetária de teor monetarista, ou seja, de sucessivas tentativas e erros em programação da oferta monetária. Os mercados financeiros se tornaram indissociáveis da Macroeconomia Aberta, por isso, falar de política monetária, hoje, significa falar de política de juros e crédito, além da relação entre juros e câmbio.

A ideia monetarista de controle de quantidade de moeda perdeu relevância face às inovações financeiras e à multiplicação monetária pelo crédito bancário: *empréstimos criam depósitos em várias rodadas*. O *grau de alavancagem financeira* dos bancos (ativos/capital próprio) é regulado pela exigência de capitalização prudencial dos bancos, imposta pelos Bancos Centrais.

Desde a Grande Crise Financeira (GCF) de 2008, esse monitoramento dos bancos pela Autoridade Monetária chama-se Macroeconomia Prudencial. O posterior afrouxamento monetário com taxa de juro próxima de zero nos países ricos não gerou inflação, dada a grande disponibilidade de capacidade produtiva ociosa em economias estagnadas.

Ao dar conta de tal empreitada, achei oportuno acrescentar um breve capítulo inicial sobre História Financeira e um mais longo sobre

Teoria Financeira. Quanto às decisões práticas, datadas e localizadas, não poderia faltar um capítulo final com reflexões sobre Política Financeira.

Assim, o método de análise econômica de um sistema financeiro se completa. Nessa jornada em conjunto, leitor e eu sairemos do nível mais abstrato, referente à Economia Financeira, passaremos pelo nível intermediário de análise dos setores institucionais, para a Administração Financeira de cada qual, e chegaremos ao plano mais concreto de políticas financeiras ou decisões práticas com base em evidências da Contabilidade Financeira.

Fernando Nogueira da Costa

Maio de 2023

Capítulo 1. História Financeira

Surgimento dos Bancos: História Edificante

Quando e onde foram criados os bancos? O ChatGPT responde: “não há um consenso sobre qual foi o primeiro banco da história. No entanto, há registros de instituições financeiras existentes há milhares de anos”.

Para tal resposta, ele trata os bancos apenas como fossem “*cofres-fortes*” ao informar os primeiros “bancos” conhecidos terem sido criados em templos na Mesopotâmia, por volta de 2.000 a.C. Esses templos recebiam depósitos de grãos e metais preciosos – e concediam empréstimos aos comerciantes da época.

Na China, por volta do século VII, surgiram as *casas de câmbio* para trocar as moedas de comerciantes das diferentes regiões do país. Com o transcorrer do tempo, essas casas teriam começado a oferecer serviços bancários, como depósitos e empréstimos.

No Ocidente, a abordagem eurocêntrica afirma os primeiros bancos medievais terem surgido na Itália a partir do século XII. Não há comprovação desses bancos, conhecidos como “bancos de depósito”, trabalharem com recursos de terceiros desconhecidos e configurarem uma rede capaz de multiplicar depósitos com contínuos empréstimos.

Daí o ChatGPT dá um salto de cinco séculos para afirmar os “bancos modernos” terem sido criados no século XVII, com o surgimento do Banco da Suécia (1668) e do Banco da Inglaterra (1694). Estes, posteriormente, quando passaram a priorizar a salvaguarda dos poucos bancos existentes contra “corridas bancárias”, isto é, saques massivos dos depósitos, se tornaram, de fato, Bancos Centrais.

Na verdade, conceitualmente, não há correlação causal entre as *moedas-mercadorias ou cunhadas* e o surgimento de *bancos*. Estes se definem por três funções básicas, interativas através dos subsistemas de pagamentos, gestão de dinheiro e financiamentos. Já *moeda* se torna efetivamente *dinheiro* quando cumpre as três

funções interativas como meios de pagamentos, unidade de conta e reserva de valor.

Segundo o livro *A História do Dinheiro* (1999) de autoria de Jack Weatherford, a primeira instituição bancária de grande escala surgiu não da comunidade mercantil, mas de uma ordem estranha e aparentemente implausível de cavaleiros religiosos conhecidos como *Templários*. Fundada em Jerusalém por volta de 1118 pelos *cruzados*, a Ordem Militar dos Cavaleiros do Templo de Salomão dedicou sua vida ao serviço da Igreja e, especificamente, à tarefa de libertar os Lugares Santos apossados por infiéis.

Os Templários mais tarde se tornaram empreendedores, gerenciando a maior corporação bancária internacional por quase duzentos anos. Durante esse período, lançaram as bases do visto adiante como *o banco moderno*, embora a um preço muito elevado para eles. Seu sucesso financeiro levou não apenas à destruição da ordem, mas também ao tormento público, à tortura e à queima de seus líderes.

Embora recrutados entre os descendentes mais jovens da nobreza, não herdaram títulos ou riquezas. Os temidos guerreiros se dedicaram a uma vida de devoção à Igreja nas Cruzadas e na guarda dos fundos obtidos de fontes religiosas e seculares para seu financiamento. Os cavaleiros transferiam regularmente a contribuição de feudos, na Europa, onde conquistavam terras, para seu quartel-general em Jerusalém.

Constituíam a maneira segura para transportar as valiosas espécies monetárias por longas distâncias, inclusive através do Mediterrâneo. Afinal, eram os responsáveis pela segurança, tanto nas estradas, como nas rotas marítimas.

Possuindo alguns dos castelos mais inexpugnáveis do mundo e sendo uma das forças de combate mais sem medo da morte, na época, seus castelos eram o local ideal para depositar dinheiro e outros objetos de valor. No auge de suas operações de guarda, empregavam cerca de 7.000 pessoas e possuíam 870 castelos espalhados pela Europa e Mediterrâneo, da Inglaterra a Jerusalém.

Porém, em 1295, o rei Felipe IV da França arrancou o controle de suas finanças dos Templários e estabeleceu o Tesouro Real no

Louvre. Além disso, começou uma campanha destinada a difamar e apoderar-se das vastas posses e do tesouro da Ordem.

Para resolver a sua constante necessidade de dinheiro, o monarca recorreu inicialmente à expropriação dos mercadores lombardos. Depois da tentativa de taxar o clero sem sucesso, ele se voltou contra os judeus, expulsando-os em julho de 1306, após confiscar suas propriedades. Mas nem mesmo toda essa riqueza conseguiu atender ao crescente aparato governamental de Felipe IV, ávido por poder absoluto.

A maior concentração de riqueza em toda a Europa estava nos arredores de Paris, em castelo bem fortificado, onde funcionava como o tesouro central da riqueza dos Templários. Para se apossar dessa riqueza, o rei teria de destruir a Ordem. Em 1307, ele colocou seus promotores para os denunciar, tal como os banqueiros são hoje: “os Templários devem ter feito algum *pacto com o diabo* para terem se enriquecido tanto.”

Submetidos à tortura insuportável, os altos funcionários da ordem assinaram confissões forjadas a priori. Nelas, forneciam detalhes vívidos de suas atividades como idólatras, profanadores de objetos sagrados, conspiradores aliados ao diabo e desviantes sexuais.

Cedendo à pressão da monarquia francesa, Clemente V abateu a ordem em uma bula papal, *Vox in Excelso*, emitida em 22 de março de 1312. O pontífice achou mais prudente sacrificar os cavaleiros de sua Igreja em vez de desafiar a vontade do monarca gaulês.

Ao abolir a ordem, o papa esperava manter algum grau de controle sobre a propriedade dos Templários, transferindo-a para outros grupos religiosos submissos a si. Foi frustrado nessa pretensão, apesar de entregar todos os cavaleiros para a morte em fogueiras no ano de 1314.

O triunfo completo do rei Felipe IV sobre os Cavaleiros Templários marcou uma clara ascensão de poder para um Estado nacional. Nenhuma potência toleraria mais um adversário financeiro internacional tão poderoso.

Nesta encruzilhada da história econômica da Europa, quando o poder financeiro da Igreja havia diminuído e o poder do Estado ainda não havia crescido o suficiente para substituí-lo, as famílias nas Cidades-Estado do norte da Itália de Pisa, Florença, Veneza, Verona e Gênova começaram a oferecer os mesmos serviços prestados antes pelos Templários, embora em uma escala muito mais modesta no início. Deram origem a um novo grupo de instituições: *bancos*, no caso, fora do controle imediato da Igreja e do Estado, embora com laços estreitos com ambas as entidades.

Essas famílias de banqueiros italianos negociavam sem restrições com muçulmanos, tártaros, judeus e pagãos, bem como com cristãos ortodoxos e católicos. A rede bancária das famílias mercantes italianas se estendeu logo da Inglaterra ao Mar Cáspio, e financiou missões comerciais desde o Oriente Médio até a China.

O termo moderno '*banco*' vem da maneira como esses primeiros mercadores de dinheiro conduziam seus negócios. Significava "mesa" ou "bancada", o suporte onde literalmente formava a base de suas operações nas feiras.

O banco foi além de ser apenas uma instituição de empréstimo, porque os banqueiros não lidavam tanto com ouro e prata, mas com pequenas folhas de papel ("*letras de câmbio*"), onde *escurtavam os depósitos*. Elas representavam ouro e prata.

Na prática, os banqueiros passaram a emprestar aos ricos, enquanto os penhoristas continuaram a emprestar aos mais pobres. Enquanto não diversificaram o risco com o varejo massivo, os banqueiros ficaram sujeitos a "*calotes reais*" ou "*riscos soberanos*"...

Juntas, as famílias de banqueiros da Itália financiaram a monarquia inglesa sob Eduardo I e Eduardo II, em campanhas de conquista no País de Gales e na Escócia. Ao apoiar a monarquia inglesa, os bancos familiares italianos ganharam mais dinheiro além do recebido em juros sobre esses empréstimos de alto risco. Com o monarca inglês como devedor, eles tinham acesso especial aos mercados ingleses e esse relacionamento deu-lhes até o monopólio na comercialização de ovelhas inglesas no continente.

Os banqueiros italianos prosperaram, mas, como os Templários, faliram como resultado de seu próprio sucesso e de suas negociações

com o governo. Algumas das principais famílias de banqueiros italianos apoiaram Eduardo III no início da Guerra dos Cem Anos entre a Inglaterra e a França. Porém, em 1343, o monarca inglês deixou de pagar seus empréstimos. Seu “calote real” levou à falência das principais famílias florentinas banqueiras e de muitos de seus depositantes.

Todo o sistema monetário baseado em letras de câmbio dependia, em última análise, da honestidade e da boa fé dos participantes, mas quando um governo estava sobrecarregado com suas dívidas, tinha o poder de ignorá-las, destruindo o sistema. “As fortunas bancárias dos italianos foram diluídas *como castelos de areia pelo efeito da maré alta*”, conta Weatherford (1999). Pior, para selar o destino da *banca florentina*, a Peste Negra varreu o norte da Itália e devastou a região até 1348. Intervalo, não o fim.

Surgimento do Preconceito contra Banqueiros

Jacques Le Goff, no livro *A Idade Média e o Dinheiro: Ensaio de uma Antropologia Histórica*, publicado em 2014, narra: até o século XIII, no quadro reduzido das necessidades da época, as instituições monásticas eram as prestadoras para os camponeses. Depois, quando o emprego do dinheiro se urbanizou, os judeus puderam desempenhar um demandado papel de emprestadores.

Os judeus, mantidos fora da agricultura, acharam em certos ofícios urbanos, como a Medicina, uma fonte de rendimentos para sobreviver. Empréstavam a sobra de renda, a pedido, para cristãos urbanos sem fortuna e demandantes de crédito.

Segundo a Bíblia e o Antigo Testamento, o empréstimo a juro era, em princípio, proibido entre cristãos, por um lado, e judeus, por outro, mas autorizado se fosse de judeus para cristãos e vice-versa. Logo, os judeus já no século XII e principalmente no XIII foram substituídos pelos cristãos. Eles foram expulsos de grande parte dessa Europa na *Idade das Trevas*: da Inglaterra em 1290, da França em 1306, depois definitivamente em 1394, da Espanha em 1492, de Portugal em 1496.

A imagem do judeu como “homem de dinheiro” nasceu não da realidade dos fatos, apesar da existência de emprestadores judeus

com pequenos prazos e grandes juros. Nasceu sim de uma *discriminação religiosa*, renunciando o *antisemitismo* do século XIX e o nazifascismo do século XX.

O empréstimo fazia-se acompanhar do pagamento de um juro por parte do devedor para cobrir o custo de oportunidade do credor. O cinismo era a Igreja proibir qualquer credor cristão cobrar esse juro de um devedor cristão, mas não de outras religiões.

A Igreja no século XIII não se contentou em prometer ao usurário o inferno, ela incentivava o calote pelos cristãos, caso não necessitassem de mais empréstimos ou não quisessem pagar o devido. Nasceu desde então a classificação da sociedade pela Igreja medieval em três gêneros de humanos: *os que rezam, os que combatem e os que trabalham*.

O diabo teria criado uma quarta categoria: *os usurários*. Sem participarem do trabalho dos homens, seriam castigados como demônios pela Inquisição católica. Detalhe: os judeus não tinham terras e tampouco eram aceitos como lavradores...

Jack Weatherford, no livro *A História do Dinheiro*, publicado em 1999, narra o empréstimo de dinheiro, de uma forma ou de outra, ser conhecido desde quando o dinheiro existe, mas o banco tornou-se algo mais além de ser uma instituição de empréstimo. Os banqueiros não negociavam muito com ouro e prata, mas sim com escrituras em papéis comprovantes de representar reservas em ouro e prata.

A atividade bancária enfrentava uma grande limitação porque a *Igreja proibia a usura*, ou seja, *a cobrança de juros sobre os empréstimos*. Essa barreira foi um dos maiores obstáculos para as famílias italianas das Cidades-Estados pré-Renascimento superar e construir suas redes de filiais bancárias em outros países.

A proibição cristã da usura baseava-se em duas passagens da Bíblia. Uma era: "Não cobrarás dela juros nem usura; Antes, teme o teu Deus [...] Não lhe cobrarás juros pelo dinheiro e pela comida lhe emprestada" (Levítico, 25:36-37)". Outra era: "um filho [...] usurário não viverá. Por cometer essas coisas más, ele morrerá e seu sangue cairá sobre ele" (Ezequiel, 18:13). *Credo! Creio em deus-padre...*

A proibição bíblica nunca erradicou totalmente a usura, mas a dificultou. Os judeus tinham a oportunidade de agir como *agiotas*, pois aos olhos da Igreja Católica já estavam mesmos condenados ao fogo eterno. Em lugar deles, se os cristãos emprestassem dinheiro a juros, para os irmãos crentes, a Igreja Católica os excomungava, excluindo-os de todos os serviços religiosos e da Sagrada Comunhão.

A lei estabelecia muito especificamente: *quidquid sorti accedit, usura est* ("qualquer excesso sobre a quantia devida é usura"). Mas os banqueiros italianos encontraram uma maneira de contornar essa proibição e enriquecer sem arriscar suas almas não serem aceitas no prometido paraíso.

A usura aplicava-se apenas a empréstimos, portanto, por meio de uma sutil diferença técnica entre um empréstimo e um contrato de compartilhamento de risco, os mercadores italianos forjaram toda uma rede de empréstimos por trás de uma fachada sem mostrar nenhum sinal de usura. Evitavam, escrupulosamente, os "endividamentos" e, em vez disso, negociavam Letras de Câmbio.

Uma Letra de Câmbio era um documento escrito com previsão do pagamento de uma determinada quantia em dinheiro a uma determinada pessoa em uma determinada data e local. O nome latino para este documento, ainda segundo Weatherford, é *cambium per letras*. Significava "mudança através de documentos ou cartas escritas".

A transação era a venda de um tipo de dinheiro por outro tipo, pago ao indivíduo em outra moeda, em alguma "data próxima e já especificada" e determinado local. Por exemplo, um comerciante necessitado de dinheiro procurava um banqueiro na Itália. O banqueiro entregava-lhe o dinheiro em espécie, em florins ou ducados venezianos, e ambas as partes assinavam a Letra de Câmbio pela qual o mercador concordava em pagar uma quantia um pouco mais alta, em outra moeda, na próxima feira de Lyon ou Champagne na França.

O comerciante não necessitava ir pessoalmente à feira para pagar a conta. Ambas as partes sabiam: se o comerciante não aparecesse na feira, o escritório de Florença cobraria o valor devido.

Esse “me engane que eu gosto” se alterou pouco no mundo muçulmano, onde o Alcorão proibia a usura de forma mais estrita e definitiva em comparação à Bíblia. Proibia qualquer tipo de lucro obtido na troca de ouro e prata entre pessoas.

Muhammad teria dito: “Não troque ouro por ouro, exceto em quantidades iguais [...], nem prata por prata, exceto em quantidades iguais”. O Alcorão proibiu especificamente as Letras de Câmbio, condenando a troca de “nada presente pelo ainda ausente”.

Nas práticas financeiras islâmicas, ao se buscar alternativas a cobrança de juros, trocaram a ideia clássica de juros cobrir o custo de oportunidade de um possuidor de dinheiro transferir seu usufruto lucrativo para um empreendedor. Apresentaram a operação como fosse uma parceria ou associação em um empreendimento com risco. A partir dessa ideia, islâmicos organizaram *um sistema financeiro sem juros*.

Nesse sistema alternativo, a cobrança de juros seria substituída por combinações de sociedades ou consórcios chamados *mudarabah*. Apresentam-nos como “um contrato de consorciação (*parceria*) entre capital e trabalho, isto é, entre duas partes, sendo um ou mais proprietários do capital ou financistas [...] e um empresário investidor.”

Acrescenta: “O lucro será distribuído entre as duas partes consoante uma proporção pré-determinada, acordada no momento de formação do contrato.” E ainda detalha os riscos: “a perda financeira recairá apenas sobre os financistas”, enquanto “a perda do empresário está em não receber qualquer recompensa por seus serviços”.

Curiosamente, os monarcas espanhóis pagaram por seus pecados em perseguição ou intolerância religiosa. Exacerbaram a crise financeira ao expulsar judeus e muçulmanos em 1492, quando Isabella e Fernando unificaram o país e Colombo fez sua primeira viagem às Américas.

A maioria dos espanhóis cristãos trabalhava como fazendeiros, cultivando trigo e azeitonas e criando vacas e cabras, senão viravam soldados. Quer fossem soldados ou camponeses, tinham pouca

instrução e não sabiam ler nem escrever, tampouco sabiam operar com números.

Os judeus e os árabes formavam a classe culta de administradores e comerciantes. Sem eles, os espanhóis se mostraram altamente ineficazes na gestão de seus negócios financeiros e comerciais.

Comerciantes italianos, agiotas alemães e fabricantes holandeses, de maneira oportunística, se moveram para preencher o vácuo mercantil, deixado pela expulsão de judeus e árabes. Depois, todos levaram seus lucros de volta para seus respectivos países.

Na ausência de uma classe mercantil nativa do lugar, os galegos – bem como os lusos, cuja Inquisição também perseguiu os judeus –, não tiveram escolha a não ser observar passivamente como a sua prata e o seu ouro, expropriados das colônias das Américas, passavam direto de suas mãos para os cofres de outras nações cristãs (ou anglicana) da Europa. Que dó... o castigo pela intolerância religiosa obscura.

A descoberta da grande riqueza das Américas teve um impacto muito mais imediato na vida das pessoas comuns em vez do provocado pela revolução bancária. Esta aumentou a quantidade de dinheiro em circulação e incorporou os comerciantes de toda a Europa Ocidental em um único sistema comercial e financeiro, mas o aumento das moedas de prata em circulação incorporou as classes menos favorecidas ao sistema.

Segundo Weatherford (1999), “os ofícios tradicionalmente dependentes do dinheiro – soldado, pintor, músico e preceptor – concentravam-se ainda mais no pagamento do serviço e menos na prática de trocá-lo por outros serviços, como pensão completa ou rações de pão, álcool ou sal. Mesmo prostitutas e hospedeiros ficaram cada vez mais relutantes em aceitar produtos e mercadorias como pagamento. Todos queriam moedas de ouro ou pelo menos prata.”

Surgimento da Contabilidade Bancária: Moeda Escritural

Durante quatro anos e meio (2003-2007), quando representei a Caixa Econômica Federal na Diretoria Executiva da FEBRABAN, ficou

evidente para mim a frase original de Ogden Nash: “os banqueiros são como todo o mundo, exceto serem mais ricos”...

Durante seu apogeu como centro financeiro, em 1422, setenta e dois “bancos internacionais” operavam em Florença, segundo informação de Jack Weatherford no livro *A História do Dinheiro*. “Os *cambistas* operam em pequenos escritórios ou mesmo em cabines de metal reforçado, concreto e vidro grosso. Eles não têm os lobbies sofisticados dos grandes bancos (...). A maioria deles não usa colarinho e gravata ou o estilo de fantasia como nos grandes bancos. Em contraste, os *cambistas* são notoriamente mais comuns em estilo e maneira”.

Cambistas se instalaram desde quando existem várias moedas. Podem ser encontrados quase sempre nas proximidades dos mercados onde costumam se reunir comerciantes de várias origens e, recentemente, ao redor de pontos turísticos em todo o mundo.

Por mais mundanas e inexpressivas fossem suas atividades e serviços cotidianos, as maiores famílias de banqueiros da Florença renascentista surgiram de suas fileiras e tiveram um profundo impacto na arte, arquitetura e matemática, bem como no mundo das finanças. Os Medici e outras famílias ricas de Florença financiaram um *grande renascimento* da vida acadêmica e, mais tarde, da pintura, escultura e arquitetura.

Em 1202, Leonardo Fibonacci, também conhecido como Leonardo Pisano em homenagem a Pisa, seu lugar de origem, publicou o *Liber Abad*, texto pelo qual introduziu na Europa o hoje chamado de *algarismos arábicos*, embora os árabes os tivessem aprendido na Índia. Esse sistema simplificado oferecia grandes vantagens sobre os complicados numerais romanos, difíceis de somar e subtrair na prática.

A introdução de algarismos arábicos eliminou a necessidade do *ábaco* – antigo instrumento de cálculo formado por uma moldura com bastões ou arames paralelos, dispostos no sentido vertical, correspondentes cada um a uma posição digital (unidades, dezenas, centena etc.), nos quais estão os elementos de contagem (“contas”). Os comerciantes passaram a calcular os novos algarismos, de maneira prática e rápida, em suas cabeças ou em tiras de papel.

Os séculos XIII e XIV trouxeram consigo uma *revolução matemática*, quando integrou o cálculo numérico às ruas e negócios de toda a Europa. A expansão do sistema bancário fez da Itália o centro desse novo desenvolvimento.

Em 1478, apareceu o *Treviso Arithmetic*, um manual anônimo, destinado a ensinar às pessoas ligadas ao comércio algo mais sobre números e cálculo. Em 1487, Lúea Pacioli, um monge franciscano, publicou a *Summa de Aritmética Geometria Proportionali et Pnoportionalitá*, uma obra-prima de seiscentas páginas, onde ensinava *as operações matemáticas* agora comuns e apresentava a *contabilidade de partidas dobradas*.

Matemáticos árabes desenvolveram a álgebra como um meio de operar em quantidades desconhecidas. A palavra "álgebra" vem de *al-jabr*, termo usado no título do livro *Hisab al-Jabr w-alMuqabalah* ("A Ciência do Retorno e Redução") pelo matemático persa Muhammad ibn-Musa al-Khwarizmi no século IX.

Uma corruptela do nome *al-Khwarizmi* levou ao hoje conhecido pela palavra moderna "algoritmo", isto é, qualquer *procedimento computacional mecânico ou recursivo*. Lula acertou quando discursou na China: "Estamos sendo tratados como algoritmos!"

Em 1585, foi publicado *De Thiende* pelo acadêmico holandês de Bruges Simon Stevin (1548-1620), cuja carreira começou como caixa em uma loja. Ele se propôs a introduzir os *métodos de contabilidade itálicos* no norte da Europa e publicou as primeiras tabelas de *cálculo de juros*, para as pessoas pudessem entender até então o enigmático procedimento desenvolvido por banqueiros, agiotas e outros credores.

Os estudiosos universitários, por fim, buscaram *suporte teórico* para esses novos sistemas numéricos. René Descartes desenvolveu plenamente o substrato filosófico desse método científico de natureza matemática. Em 1637, publicou seu *Discurso sobre o Método*. Ele abominava o estudo da Matemática sem propósito, pois ela era um meio de compreender o mundo e conseguir resultados práticos.

O uso da Matemática para entender a natureza recebeu um segundo impulso, em 1686 (véspera da Revolução Gloriosa na Inglaterra), com a publicação dos *Principia Mathematica* de Isaac

Newton. Noventa anos após, *Uma Investigação sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações*, a obra mais famosa de Adam Smith, foi publicada pela primeira vez em Londres, em março de 1776, véspera da Revolução Americana (Independência dos Estados Unidos) em 4 de julho do mesmo ano. Eram *iluministas*.

A ascensão da *Economia Monetária* criou, assim, uma nova maneira de pensar. Como resume Georg Simmel, um filósofo do século XX, “por sua própria natureza, o *dinheiro* torna-se a representação mais perfeita de uma tendência cognitiva da Ciência moderna como um todo: *a redução de fatores qualitativos a outros de natureza quantitativa*”. Ele muda os sistemas de conhecimento do mundo, pensamento, artes e valores.

Um século após “o das Luzes” (Iluminista), o editor da revista *The Economist* era Walter Bagehot, o primeiro dos pensadores de uma tradição inestimável, mas negligenciada, no pensamento econômico: *Economia Financeira*. Nasceu em 1826 e, por isso, não tinha treinamento formal em Economia referenciado aos *Princípios de Economia Política* de John Stuart Mill, de 1848, o primeiro livro organizador do assunto a ser ensinado.

Bagehot aprendeu tudo sabido no trabalho – primeiro como *banqueiro*, trabalhando para um tio com controle do maior banco do oeste da Inglaterra e, mais tarde, como *jornalista financeiro*. Foi sem precedentes a profunda influência de seus escritos depois de ele se tornar editor do *The Economist*, em 1860, tanto no pensamento econômico quanto na política econômica.

O visto por Bagehot como a realidade mais básica a ser compreendida sobre *a economia monetária moderna* era a compreensão convencional do dinheiro como ouro e prata – adotada pelo hábito pelo homem comum e promovida pelos economistas acadêmicos de então – escamoteava a realidade. O dinheiro predominantemente usado pelos empresários era, em grande parte, *crédito privado transferível*: acima de tudo, depósitos bancários e notas. “Comércio é realizado em grande parte com dinheiro emprestado.”

Esse fato tem profundas ramificações para a compreensão dos *ciclos de expansão e recessão* da economia moderna – e como moderá-los. Se o dinheiro é, em essência, um crédito transferível –

em vez de uma mercadoria como meio de troca, como insistiam os economistas acadêmicos –, então fatores diferentes explicam a demanda por ele.

Atender a demanda por *commodities* era visto como uma questão de garantir uma oferta suficiente no mercado. Quando se trata de crédito transferível, no entanto, o volume por si só não é suficiente: *a solvabilidade do emissor e a liquidez do passivo* entram em jogo. E ambos os fatores são determinados pelos *níveis de fé e confiança*.

“O ponto principal no qual um sistema de crédito difere de outro é a *'solidez'*”, escreveu Bagehot. *Crédito* significa uma certa confiança ser *concedida* e uma certa confiança *depositada*. *O crédito é uma opinião gerada e variável pelas circunstâncias*. Por isso, uma compreensão genuína do funcionamento da economia requer uma familiaridade íntima com sua história, sua política e sua psicologia – “nenhum argumento abstrato e nenhuma computação matemática ensina-o a nós”, cita Felix Martin no livro *Dinheiro*.

Essa mudança de perspectiva sobre a natureza fundamental do dinheiro implicava não só uma compreensão diferente do sistema econômico, mas *políticas alternativas para evitar crises e recessões*. O primeiro passo foi entender, embora todo dinheiro seja um *crédito transferível*, haver um *emissor de moeda nacional*, cujas obrigações são, em circunstâncias normais, *mais dignas de crédito e mais líquidas* comparadas às de todos os outros: o *soberano*, cuja autoridade monetária foi delegada ao Banco Central.

O dinheiro depende da confiança social – e “o crédito nos negócios é como a lealdade ao governo”, escreveu Bagehot. O *dinheiro soberano* é qualitativamente diferente do *dinheiro privado*. Todos os bancos dependem do Banco Central, assim como todos os comerciantes dependem de algum banqueiro.

Da mesma forma como o dinheiro do Banco da Inglaterra, originalmente, ganhou sua moeda de seu acordo com o soberano, o dinheiro emitido pelos bancos e corretores de notas passou a ganhar o seu dinheiro desse Banco Central, ou seja, o dinheiro dos bancos do país ganhou sua moeda do mercado de títulos de dívida *privada*, senão *pública*. Eles atraem depósitos e investimentos dos rentistas a ser lastreados neles.

Em uma crise, o papel fundamental do Banco Central fica claro para todos verem: torna-se, de repente, o corretor de títulos e o banqueiro (“emprestador”) de última instância, porque *só ele sempre é capaz de descontar os títulos de dívida*. “Essa infraestrutura monetária foi”, explicou Bagehot, “o sistema operacional da Revolução Industrial e distinguiu a Grã-Bretanha de todos os outros países do mundo.”

Surgimento de Papel-Moeda e Reservas Bancárias

O ouro extraído em Minas Gerais financiou a Revolução Industrial inglesa no século XVIII. O Tratado de Methuen, também referido como *Tratado dos Panos e Vinhos*, foi assinado entre a Inglaterra e Portugal em 1703. Com ele, Portugal se aliou militarmente à Grande Aliança formada pela Grã-Bretanha, as Províncias Unidas e o Sacro Império Romano-Germânico para enfrentar a Espanha e a França, mas os países estenderam seus acordos à área comercial.

Portugal não desenvolveria sua manufatura industrial, por conta da importação, em especial do tecido de lã inglês, ser admitida em Portugal com isenção de direitos. Em troca, os vinhos portugueses importados pela Inglaterra estariam sujeitos a um terço a menos se comparada à taxa dos vinhos importados da França.

Portugal ficou com um déficit considerável, porque suas exportações para a Inglaterra ficaram muito aquém de suas importações de lá. O *boom* do comércio luso-inglês coincidiu com a corrida do ouro no Brasil, na época uma colônia de Portugal, permitindo aos portugueses cobrir seu déficit com um fluxo colonial de ouro direto para a Inglaterra.

Os parceiros comerciais de Portugal e Espanha beneficiaram-se com os fluxos de ouro e prata vindos da América, mas sofreram o mesmo tipo de inflação danosa para os países ibéricos: *excesso de demanda monetizada frente à limitada oferta de bens*. No fim do século XVII, os preços na Inglaterra haviam subido três vezes acima de antes das primeiras viagens de negócios à América.

O dinheiro começou como uma mercadoria específica e tangível, como conchas, grãos de cacau e pepitas de ouro. Somente

em uma segunda fase, circulou na forma de papel, quando manteve sua qualidade tangível, mas perdeu valor como mercadoria.

Embora o conceito e a tecnologia do papel-moeda fossem conhecidos antes na China e depois na Europa, sua primeira aplicação bem-sucedida em escala ampla ocorreu do outro lado do oceano Atlântico. Nem a China nem a Europa adotaram logo o papel-moeda. Esse pragmatismo ocorreu sim na América do Norte, o continente onde as moedas metálicas eram escassas.

John Kenneth Galbraith atestou: “se a história dos bancos comerciais pode ser atribuída aos italianos e a dos Bancos Centrais aos britânicos, a do papel-moeda emitido por governo certamente pertence aos americanos”.

O papel-moeda não podia ser comido, como acontecia com blocos de sal ou grãos de cacau, nem podia ser derretido e transformado em ferramentas de metal ou ornamentos, como era o caso das moedas de cobre, prata, ouro e alumínio. O papel-moeda era inútil, exceto como dinheiro.

Benjamin Franklin é considerado, na América, o *pai do papel-moeda*. Em homenagem ao seu protagonismo em sua criação, a nota de cem dólares – até hoje a de maior valor emitida pelos Estados Unidos para circulação geral – traz sua imagem.

Nascido em 1706, em Boston-EUA, Benjamin Franklin cresceu em uma família sem recursos e conexões sociais para contribuir com sua educação. Apesar de não ter uma educação formal, Franklin tornou-se um intelectual ícone do Iluminismo e talvez o mais reverenciado de todos os “pais fundadores” dos Estados Unidos.

Por meio de seu trabalho como impressor, ele desenvolveu desde cedo um interesse em ganhar dinheiro. Segundo Jack Weatherford, em *A História do Dinheiro*, quando o papel-moeda existia apenas como um substituto de emergência para o dinheiro “real”, ele – um aprendiz de gráfico – imprimiu alguns dos primeiros papéis-moedas usados nos Estados Unidos e continuou a fazê-lo, periodicamente, ao longo de sua vida.

As autoridades coloniais em Londres, no entanto, viam a emissão de papel-moeda como flagrante *usurpação de seus poderes*

pelos colonos e, em 1751, o Parlamento britânico proibiu seu uso em toda a Nova Inglaterra. Em 1764, estendeu a proibição a outras colônias americanas.

Benjamim Franklin reagiu e prometeu: *o dinheiro sempre teria de ser ganho dentro dos limites de uma estrita ética social e pessoal*. Coerentemente, ele não podia aceitar a escravização de uma pessoa para ganho financeiro de outra. Depois de os Estados Unidos obterem sua independência da Grã-Bretanha, ele voltou sua atenção para a questão da escravidão, pregando sua abolição em todo o país.

A criação dos Estados Unidos da América proporcionou a oportunidade de colocar em prática muitas de suas ideias sobre o papel-moeda. A nascimento da nação norte-americana foi o experimento inicial com *papel-moeda em escala nacional*. A Revolução Americana foi a primeira guerra financiada com papel-moeda, embora este tivesse uma depreciação muito rápida.

Para assegurar sua independência, o novo país precisava criar um exército capaz de travar a guerra, mas o Congresso carecia de recursos monetários para financiá-lo. Para isso, emitia *notas de crédito*, supostamente lastreadas em reservas de ouro e prata, e impunha uma penalidade para qualquer traidor ao recusar a aceitá-las como *moeda*!

O Congresso americano parou de emitir esse papel-moeda desvalorizado em 1780, mas a maioria dos estados continuou a emitir seu próprio papel-moeda. Depois de 1789, a Constituição proibiu os estados fazerem essa impressão, mas bancos estaduais foram estabelecidos para assumir a tarefa de negociar através de emissão de *Notas Bancárias*.

A maioria dos novos bancos abertos restringiam-se ao âmbito estadual, inclusive como resultado de as cartas-patentes autorizativas variarem desde as difíceis até as muito fáceis de obter, dependendo da localidade. Somente bancos privados sem pretensões de serem emissores não requeriam uma carta-patente. Essas instituições realizavam a maioria das funções dos bancos emissores, mas não emitiam suas próprias "moedas" ou títulos de dívida privada.

O *First Bank of the United States* ou Primeiro Banco (Central) dos Estados Unidos foi fundado por Alexander Hamilton, primeiro

Secretário do Tesouro, em 1791. Esse Banco Central tinha filiais em diversos estados, uma prática incômoda a muitos comerciantes locais em processo de criação de bancos de âmbitos estaduais e sem desejarem qualquer concorrência ou regulamentação de uma entidade federal.

Outra Guerra Anglo-Americana (1812-1815) ocorreu entre os Estados Unidos e o Reino Unido, aliado à colônia do Canadá. Necessitado de união federativa, o governo nacional, sem ter encontrado apoio político suficiente para a manutenção da centralização do sistema monetário por um Banco Central, recuou de seu propósito.

Em 1841, após uma Grande Crise Financeira em 1837, também o criado como o segundo Banco Central foi extinto. Um presidente populista acusou esse novo Banco dos Estados Unidos de ser um monopólio, “usado pelos ricos para ficarem ainda mais ricos”.

Os governos estaduais saudaram a decisão de fechar esse segundo Banco Central, alegando ser uma instituição bancada pelo governo federal no sentido de violar os direitos estabelecidos pelas leis estaduais. Neles, qualquer pessoa capaz de emprestar dinheiro, comprando títulos de dívida, era considerado quase um *banqueiro*.

Na ausência de um Banco Central nos Estados Unidos, até o *Federal Reserve* ser criado em 1913, na véspera da I Guerra Mundial, os grandes banqueiros buscavam socorrer uns aos outros. Perceberam logo *o risco sistêmico provocado por bancarrotas*.

Hoje, o desconhecimento dessa história de instáveis “bancos livres” nos Estados Unidos, durante o século XIX, leva novamente a se acreditar na *lorota de livres banquetas digitais e fintechs*. Juntariam à *livre emissão de criptomoedas* para proveito de especuladores oportunistas. *Salve(-nos de) o livre-mercado!*

Após uma Grande Crise Financeira na Inglaterra, Walter Bagehot, editor da revista *The Economist*, resolveu escrever algo possível de ser entendido pelos políticos capazes de legislar as necessárias reformas financeiras. O resultado, publicado em 1873, foi sua obra-prima *Lombard Street: A Description of the Money Market*.

Em sua conclusão, afirma: “todo homem prático, isto é, qualquer pessoa com conhecimento sistêmico concordará: nosso sistema bancário, baseado em uma única reserva no Banco da Inglaterra, não pode ser alterado, ou seja, não pode ser substituído por um sistema de muitos bancos. *Isto nada seria senão uma revolução – e não há nada para desencadear essa revolução*”.

A lei americana obrigava: cada banco deveria ter uma proporção fixa de caixa para seus passivos. Esta *reserva compulsória* era fiscalizada por inspetores, inspecionando sem aviso prévio se a quantia necessária de dinheiro estava ou não no banco.

Algo assim jamais poderia ser tentado na Inglaterra. Walter Bagehot repulsava a adoção da prática bancária americana de ter muitas reservas bancárias descentralizadas com base em iniciativas particulares. O sistema de reserva única com emissão soberana de moeda oficial com base no padrão-ouro estava arraigado entre ingleses com uma única Autoridade Monetária. *Graças a Minas Gerais...* ☺

Surgimento do Banco Central: Autoridade Monetária

A notável infraestrutura monetária organizada na City londrina, segundo Walter Bagehot, editor de *The Economist* por dezessete anos, desde 1860 até sua morte, foi o sistema operacional da Revolução Industrial e distinguiu a Grã-Bretanha de todos os outros países do mundo. Essa foi *a boa notícia*, segundo Felix Martin, no livro *Dinheiro*.

A má notícia, alerta Bagehot, em seu livro *Lombard Street: A Description for the Money Market*, publicado em 1873, seria caso funcionasse mal, pois os efeitos poderiam ser catastróficos. A maior tentação de todas – a tentação para a qual a economia abstrata da escola clássica mostrou uma fraqueza insuperável – seria esquecer o Banco Central, como *representante do soberano*, ser o único capaz de manter a fé e a confiança nas quais o sistema monetário de crédito depende.

Portanto, essa Autoridade Monetária é a responsável em última instância pela saúde pública econômico-financeira. Tem não apenas de garantir o dinheiro de todos os depositantes em bancos, mas

também de toda a economia de mercado, tanto em *tempos normais*, quanto em *tempos de crise*.

“Não devemos pensar”, escreveu Bagehot, “termos uma *tarefa fácil* quando temos uma *tarefa difícil*, ou estarmos vivendo em um *estado natural* quando na verdade estamos vivendo em um *estado artificial*. O dinheiro não se administra sozinho, e a Lombard Street [City londrina no século XIX] tem muito dinheiro para administrar.”

Era o centro financeiro do mundo. No entanto, Bagehot pregava em 1873: “chegou a hora da reforma!”

Ele tinha dois conjuntos de propostas – ambos referentes à prática moderna do Banco Central. A primeira dizia respeito às *reformas da governança* e do status dele próprio.

O Banco da Inglaterra continuava sendo uma *empresa privada*. O acordo de ele estar no topo da pirâmide monetária era implícito, intermitente e inteiramente fruto do capricho de sua administração nomeada de forma privada. Apesar dos fatos de “os diretores do Banco [Central] serem ... de fato, se não no nome, *fiduciários do público* ... longe de haver um compromisso distinto da [sua] parte ... de cumprir essa função”. Como até hoje, muitos deles “difícilmente o reconheceriam, e alguns o negariam totalmente”.

Outra proposição era quanto à *política de juros* não ser da conta do governo ou tampouco do Parlamento. Essa situação de *autonomia operacional*, senão *independência plena*, não seria sustentável.

Ainda mais importante seria sua *política de supervisão bancária*. Nas crises de bancarrotas com risco sistêmico, a Autoridade Monetária deveria empregar seus poderes únicos para salvar o sistema financeiro do desastre. Mas em cada uma dessas ocasiões, o Banco da Inglaterra, no caso, agiu apenas quando a catástrofe era iminente.

Como disse certa vez Winston Churchill a respeito dos Estados Unidos: “sempre se podia contar com eles para fazer a coisa certa — depois de terem esgotado todas as outras possibilidades”. Grande parte do problema, argumentou Bagehot com base no testemunho dos diretores do Banco da Inglaterra, era simplesmente eles não

terem *os princípios de política monetária* adequadamente articulados de modo os tomadores de decisões políticas compreenderem suas árduas tarefas.

Sua primeira e mais básica prescrição era de o papel do Banco Central como *credor ou prestador de última instância* (corretor por comprar títulos de dívida pública e privada com emissão monetária) deveria ser uma *responsabilidade estatutária* – e não deixada a critério discricionário dos diretores. Quando a fé na segurança ou liquidez do *dinheiro privado* vacilasse, o Banco da Inglaterra deveria estar pronto para emprestar *dinheiro soberano* sem qualquer limite especificado com *política monetária proativa*.

A primeira regra proposta por Bagehot expunha o essencial dessa política: “em tempos de pânico [o Banco Central] deve descontar títulos [de dívida pública e privada] livre e vigorosamente para o público, inclusive fora de sua reserva.” *O céu seria o limite...*

A segunda regra era, em seu papel de *prestador de última instância*, o Banco Central não deveria fazer distinções entre quem é insolvente e quem não tem liquidez no calor de uma “crise de corrida bancária”. Deve emprestar “tanto quanto o público pedir”.

Na realidade, uma *boa segurança bancária* seria aquela, em tempos normais, considerada também como boa segurança. Mas “a maneira de causar alarme é recusar alguém [um banco grande demais para quebrar como o Lehman Brothers] com boas garantias para oferecer”, embora tenha sido exuberante em suas especulações.

Evidentemente, surgirá um problema de “risco moral”, como os economistas o chamam. Bagehot, por isso, propôs seu terceiro princípio para evitar esse risco.

Para ele, “*empréstimos de emergência* só devem ser feitos a uma taxa de juros muito alta ... [para] operar como uma multa pesada por timidez irracional e ... dar vazão ao maior número de aplicações por pessoas que não o requeiram”. Pela experiência dos anos 90s, no Brasil, o socorro aos bancos deveria ser feito em *salvaguarda dos depositantes e à custa da desapropriação dos acionistas* – venda da parte *good bank* e falência da parte *bad bank*.

Por qual razão essas ideias de Bagehot eram tão controversas? Havia em ampla circulação uma visão bem diferente da *natureza do dinheiro* e de *como a economia funcionava*.

Essa era a visão da escola clássica e dominante de Economia — a escola inaugurada por *A Riqueza das Nações*, de Adam Smith, e refinada por autores como David Ricardo e Jean-Baptiste Say. Tinha sido sistematizada por John Stuart Mill em seu grande livro de 1848, *Os Princípios da Economia Política*.

Bagehot estava simplesmente trazendo rigor lógico à sabedoria popular sobre o mercado monetário e às regras práticas do Banco Central. Contra essa inovação teórico-conceitual, porém, permanecia *a igreja ortodoxa da Economia Clássica*, com doutrinas conservadoras e um catecismo preciso sobre questões monetárias e econômicas.

A disparidade entre seus ensinamentos e os de Bagehot não poderia ser maior, tanto em sua compreensão da atividade econômico-financeira, quanto em suas implicações para a política pública. Na raiz dessas diferenças entre ele e seus antepassados clássicos estava *a maneira como eles concebiam o dinheiro e as finanças*.

O dinheiro, segundo os economistas clássicos com inabalável devoção a John Locke e seu *naturalismo monetário*, nada mais era senão ouro ou prata. Como tal, era uma mercadoria sujeita às mesmas leis de oferta e demanda como qualquer outra.

Os instrumentos de crédito privados, ao contrário, não eram dinheiro — eram apenas substitutos do dinheiro e tinham valor apenas caso houvesse ouro ou prata reais disponíveis para resgatá-los. Essa compreensão convencional do dinheiro levou os economistas clássicos a divergirem dramaticamente das visões de Bagehot.

A primeira divergência foram os princípios corretos para a política monetária em uma crise. O Banco da Inglaterra deveria, para eles, proteger seu tesouro, recusando o acesso ou aumentando a taxa de juros pela qual emprestaria seu ouro. Essa política recomendada pelos economistas clássicos era classificada por Bagehot como *a pior política a seguir*, porque mais provavelmente exacerbaria o pânico.

Carente em uma crise não era *ouro*, mas sim *confiança*, cujo Banco Central tinha uma capacidade única de restaurar ao trocar as notas desacreditadas de emissores privados por seu próprio dinheiro soberano. A economia monetária de Bagehot implicava em divergência radical também sobre a política preventiva de recessões.

A implicação política básica da Lei de Say era não haver sentido em tentar aumentar a demanda agregada, pois as origens das recessões deveriam necessariamente estar do *lado da oferta* – se esta era fora de sua órbita, nada poderia fazer... Restava a hoje conhecida como *política neoliberal*: revogar os regulamentos trabalhistas encarecedores das contratações, reduzir impostos e tarifas para desoneração fiscal etc.

Tentar impulsionar a produção por meio da política monetária, no entanto, seria ineficaz. Somente quando a produção aumentasse mais dinheiro seria demandado e fornecido – e não o contrário. Como as condições do *lado da oferta* geralmente não mudariam muito no curto prazo, segundo a Lei de Say, seria melhor não fazer nada...

A economia de Bagehot, ao contrário, implicava na visão comumente aceita de “as recessões serem o resultado de as pessoas não terem dinheiro suficiente”. Era, como Keynes demonstrou adiante, correta. A Lei de Say, por sua vez, já era *a Economia de tolos espertos*.

O melhor e mais simples método de análise desses “tolos espertos” é começar por *ignorar o dinheiro*. A análise econômica deveria prosseguir focada apenas naquilo cujos economistas convencionais aprenderam a chamar de “termos reais” – sem moeda para atrapalhar o livre estabelecimento de preços relativos, ou seja, uma economia sem o numerário influenciar nas decisões!

Capítulo 2. Teoria Financeira

Sistema Capitalista é Financeiro

Ensino aos meus alunos eliminar do vocabulário a equivocada expressão “setor financeiro”. Notáveis economistas, não especialistas em Finanças, mas sim em um ou outro setor de atividade, ao designar o *sistema financeiro* lhe referem desse modo reducionista.

Qual é a razão da minha implicância?

O *ramo de atividade* de uma empresa é a especificação do feito por ela para gerar bens e serviços para seus clientes e valor adicionado para o dono. Este escolhe qual será o seu ramo de atuação como empreendedor, levando em consideração a preferência pessoal, o conhecimento, o público-alvo consumidor, a concorrência, o investimento e as perspectivas da atividade.

Cada setor profissional congrega “famílias de ofícios” suficientemente próximas para serem consideradas como *um único aparelho de produção*. Pode envolver múltiplos ramos de atividade econômica, assim como cada categoria profissional inclui atividades corporativas sujeitas à mesma regulamentação profissional e fiscal.

Por isso, um *setor* é um conjunto de atividades econômicas com características semelhantes. Convencionalmente, a subdivisão da economia se dá em três grandes setores econômicos: *primário* (agropecuário), *secundário* (industrial) e *terciário* (serviços).

Por sua vez, um *sistema* é um conjunto de componentes interdependentes, cuja emergência de suas interações configura *um todo auto-organizado*. O termo “sistema” significa “combinar”, “ajustar”, “formar um conjunto”.

Um *sistema*, em sentido figurado, é um *organismo*, isto é, um conjunto de órgãos funcionais, cada qual com determinada função, mas todos com relações entre si. A integração entre esses órgãos componentes de um sistema pode se dar por *fluxo de informações* e/ou *fluxo de dinheiro*. Ambos são meios de comunicação entre eles.

Daí todos os agentes econômicos, sejam Pessoas Físicas, sejam Pessoas Jurídicas ou Entidades, são clientes e participantes ativos do sistema financeiro. Ele é *emergente de interações entre três subsistemas*.

O *subsistema de crédito* financia a expansão de capacidade produtiva, concede capital de giro à produção, credita consumo, habitação, compra de ativos baratos para vender caro (especulação) etc. De maneira crucial, propicia aumento da oferta de empregos.

O *subsistema de gestão de dinheiro* propicia aos seus clientes a possibilidade de investimentos financeiros para proteger o poder aquisitivo de suas reservas. Esperam seus rendimentos financeiros substituïrem a renda do trabalho na aposentadoria.

O *subsistema de pagamentos* dá acesso popular ao sistema de pagamentos eletrônicos para oferecer segurança e facilidade prática no dia a dia dos clientes. Circula a moeda entre eles.

Um *sistema aberto* interage com o seu meio através de fluxos de entradas e saídas. Os sistemas são *dinâmicos* pela evolução ao longo do tempo de seus *fluxos* variáveis e *estoques* acumulados.

Uma *ordem espontânea* é a auto-organização dinâmica sob aparente *caos*, isto é, o afastamento das condições iniciais. Uma combinação de indivíduos auto interessados, mesmo sem estarem intencionalmente tentando criar uma ordem social, gera *fenômenos padrões*, detectados com um comportamento coletivo emergente.

Em lugar da "visão de baixo para cima" do *atomismo* ou *individualismo metodológico*, o *holismo metodológico* inverte: a partir da visão do todo localiza e pondera as partes. Os fenômenos, teorias e significados complexos podem ser sempre reduzidos, ou seja, expressos em unidades diferentes, a fim de explicá-los em suas partes constituintes mais simples, mas essenciais por serem interativas.

O oposto do *reducionismo* constitui o *holismo*: a ideia de fenômenos macrossistêmicos terem propriedades detectadas como um todo. Eles não são explicáveis a partir das propriedades de suas partes. *O todo é qualitativamente distinto da soma das partes*.

Por exemplo, o *dinamismo da economia* – variações ao longo do tempo – é propiciado pelo multiplicador de gastos, financiados pelo crédito, independentemente da disponibilidade de poupança prévia. É inversamente proporcional à fração de retirada (aplicações em outros ativos) por ciclo de gastos, ou seja, à diferença entre a unidade e a fração gasta novamente, devido à propensão marginal a consumir.

Multiplicador é um fenômeno macrossistêmico. Depois de todas as rodadas ou os ciclos de gastos, o aumento total na renda será a resultante de todos esses gastos acumulados ao longo do tempo.

Haverá, em paralelo, aumento no total de aplicações em ativos financeiros. Servem de lastro como passivos bancários dos empréstimos efetuados pelos bancos para alavancar os gastos, seja em consumo, seja em investimento.

Assim como o *subsistema de crédito* gera o multiplicador de gastos e empregos, fluxos de renda e ativos, isto é, formas de manutenção de estoques de riqueza, o *subsistema de gestão de dinheiro* pode gerar dois típicos fenômenos.

Em Economia de Mercado de Capitais, como a norte-americana, pode gerar *comportamento de manada* na euforia do *boom* e no pânico do *crash*. Este surge quando todos tentam vender ao mesmo tempo para pagar os empréstimos tomados para a *alavancagem financeira*, assumida com o objetivo de multiplicar a rentabilidade patrimonial sobre o capital próprio através de endividamento com recursos de terceiros.

Em Economia de Endividamento Público ou Bancário, como a brasileira, o *risco soberano* seria um governo estrangeiro não honrar um empréstimo em dólar – e não a insolvência governamental em moeda nacional. O alarmismo do *risco fiscal* se transformar em *risco cambial*, em geral, é uma falsa ameaça de fuga de capital para a divisa estrangeira, caso o governo não privilegie o ajuste fiscal.

Este problema pode ocorrer onde não há um mercado de títulos de dívida pública estruturado com pagamentos de juros internos acima dos internacionais.

Compare o *caso argentino*, onde o dólar é reserva de valor e a taxa de inflação ultrapassava 100% aa, no início de 2023, com o *caso brasileiro*, onde a quase-moeda em títulos de dívida pública resgatáveis com alta liquidez e a disponibilidade de grande reserva cambial estabiliza a taxa de câmbio. Com isso, a taxa de inflação gira em torno de 6% aa, desde 2004 até 2022, exceto em dois anos: 2015 e 2021.

Falamos em *mercado de crédito e mercado de capitais*, falta apontar um possível fenômeno coletivo em *mercado de dinheiro*.

Qualquer ameaça de bancarrota e atentado ao direito de propriedade privada de clientes e acionistas provocaria uma *corrida bancária* para saques dos depósitos. Por isso, os prudentes escolhem “banco grande demais para não falir”, de modo o Banco Central o salvar, quando estiver perante este “efeito demonstração”, para evitar a contaminação em risco sistêmico.

O *método holista*, com percepção da complexidade sistêmica da configuração da sociedade humana supera a visão reducionista do *método cartesiano*: divisão do problema em partes, objetivismo generalista sem contextualização e dualismo simplório. Esta *lógica binária* com o terceiro excluído é superada pela *transdisciplinaridade*, sustentada por diferentes níveis de realidade, terceiro incluído e complexidade.

Lógica Clássica Binária e Terceiro Excluído superados por Transdisciplinaridade sustentada por Três Pilares: Diferentes Níveis de Realidade-Terceiro Incluído-Complexidade	
Estado ou Mercado	Estado, Mercado e Comunidade
Trabalhadores X Capitalistas	Classe Média, Castas e Párias
“Nós contra Eles”	Pobres, “Remediados” e Ricos
“Público Não-Bancário” X Banqueiros	Participantes do Sistema Bancário (PF, PJ, Bancos Públicos, Privados Nacionais e Estrangeiros, Digitais, <i>Fintechs</i> , etc.)
Mercado Financeiro X Mercado de Capitais	Crédito com Recursos Livres, Direcionados e Repasses Externos, Debêntures, Ações, etc.

No entanto, o marxista Michael Hudson insiste no dualismo simplório em seu livro publicado em 2022: *The Destiny of Civilization: Finance Capitalism, Industrial Capitalism or Socialism*. Sua hipótese é a riqueza ser viciante e as demandas dos credores romper o equilíbrio social e provocar uma polarização binária. Quanto mais dinheiro alguém tem, mais ele se torna propenso à ganância por mais dinheiro.

Hudson (2022) condena, sumariamente, qualquer dívida e aparenta desconhecer o *papel-chave da alavancagem financeira no capitalismo*. O “segredo do negócio” é, ao contrário, usar recursos de terceiros para somar aos recursos próprios e assim ganhar economia de escala e maior rentabilidade patrimonial, caso o novo lucro operacional aumente mesmo perante as novas despesas financeiras.

Do mesmo modo, cego pela ideologia, ele não percebe a *racionalidade do juro*. É a remuneração, cobrada pelo empréstimo de dinheiro próprio, porque transferirá o usufruto (ganho) dele para terceiros e, portanto, requer compensação pelo custo de oportunidade: o benefício perdido por conta dessa escolha em lugar de outra.

Michael Hudson exerce a repetitiva prática de “denúncia do capitalismo”. *Não aceita o sistema capitalista ser financeiro, sempre inseparável da chamada “financeirização”*. Obtuso com a revolução súbita e rápida por meio de um partido único, não reconhece só ser possível uma *re-evolução sistêmica* ao longo do tempo, reformista e gradualista.

Setor se estatiza, sistema não. Os cidadãos, tanto ricos quanto pobres, defendem a propriedade privada como uma conquista social após o liberalismo iluminista e as revoluções burguesas. Por isso, no Brasil, vimos muitos iletrados “patriotários” manipulados como massa de manobra golpista pela ideologia do anacrônico “anticomunismo” com a falsa ameaça de desapropriação de seus poucos bens.

Em seu reducionismo binário, Michael Hudson transforma a luta de classes (trabalhadores contra capitalistas) em imaginário conflito entre capitalismo industrial e capitalismo financeiro. Pressupõe a possibilidade de regressão histórica deste sistema àquele retratado de maneira idílica... Confira no Quadro abaixo.

Objetivos do Capitalismo Industrial	Objetivos do Capitalismo Financeiro
Obter lucros produzindo produtos.	Extrair arrendamentos e juros.
Minimizar o custo de vida e os preços.	Adicionar arrendamento de terras e aluguel de monopólios aos preços.
Favorecer a indústria e o trabalho.	Dar especial favoritismo fiscal aos setores de Finanças, Seguros e Imobiliário (FIRE na sigla inglesa).
Minimizar o aluguel da terra e os custos de moradia tributando o aluguel da terra e outros ativos geradores de renda, não a indústria ou o trabalho.	Desviar os impostos do aluguel da terra para deixá-lo disponível e para pagar como juros aos banqueiros hipotecários.
Fornecer infraestrutura pública a baixo custo.	Privatizar a infraestrutura em monopólios para extrair renda monopolista.
Reformar os parlamentos para bloquear o <i>rent-seeking</i> .	Bloquear a reforma democrática, transferindo o controle para funcionários tecnocratas não eleitos.
Evitar gastos militares e guerras exigentes de endividamento externo.	Usar organizações internacionais (como o FMI ou a OTAN) para forçar a política neoliberal.
Concentrar o planejamento econômico e social no capital político.	Planejar a alocação de recursos para os centros financeiros.
Reciclar a receita corporativa em investimento de capital em novos meios de produção.	Pagar a receita como dividendos ou usá-la para recompras de ações para aumentar os ganhos devidos às variações das ações.
Concentrar a política monetária no Tesouro Nacional.	Transferir a política monetária para os Bancos Centrais, representando os interesses dos bancos privados.
Alinhar os preços com o valor de custo.	Maximizar as oportunidades de <i>rent-seeking</i> através da propriedade da terra, crédito e privilégios de monopólio.
Os bancos devem ser industrializados para financiar investimentos de capital tangível.	Os bancos emprestam contragarantias, elevando os preços dos ativos, especialmente os com rendimentos.
Longo prazo para desenvolver produtos e planos de <i>marketing</i> : M-C-M'.	Curto prazo, atingido e executado pela especulação financeira: M-M'.

<p>Engenharia industrial para aumentar a produtividade por meio de pesquisa e desenvolvimento e novos investimentos de capital.</p>	<p>Engenharia financeira para aumentar os preços dos ativos – por meio de recompras de ações e maiores pagamentos de dividendos.</p>
<p>Concentra-se no desenvolvimento de longo prazo do capitalismo industrial como um sistema econômico amplo</p>	<p>Objetivos <i>hit-and-run</i> de curto prazo, principalmente comprando e vendendo ativos</p>
<p>Economia de altos salários, reconhecendo o trabalho bem alimentado e bem-educado com lazer ser mais produtivo no lugar do trabalho “pobre” de baixo preço. A segurança no emprego de longo prazo é incentivada.</p>	<p>Uma corrida para o fundo, esgotando funcionários e substituindo-os por novos contratados. A mecanização do trabalho trata os trabalhadores como facilmente substituíveis e, portanto, descartáveis.</p>
<p>M-C-M': Os lucros são obtidos investindo em meios de produção e contratando mão-de-obra para produzir mercadorias e vender a um preço mais alto face ao seu custo.</p>	<p>M-M': Ganhos de “capital” são obtidos, diretamente, pela inflação dos preços dos ativos.</p>
<p>A banca é industrializada, para fornecer crédito principalmente para investir na formação de novo capital. Esse aumento do crédito tende a aumentar os preços das <i>commodities</i> e, portanto, o salário-mínimo.</p>	<p>O aumento do crédito bancário para financiar a oferta de habitação, ações e títulos aumenta o custo da habitação e deixa menos renda de pensões para gastar em bens e serviços.</p>
<p>Apoia a democracia, porque o Congresso Nacional apoiará o capital industrial em sua luta contra a classe dos latifundiários e outros rentistas, cuja receita aumenta os preços sem agregar valor.</p>	<p>O capital financeiro se une ao capitalismo industrial “tardio” para se opor às políticas trabalhistas. Ele procura assumir o controle do governo, e especialmente dos Bancos Centrais, para sustentar os preços de ações, títulos, imóveis e pacotes de empréstimos bancários inadimplentes com ameaça de insolvência dos bancos.</p>
<p>O capitalismo industrial é inerentemente nacionalista, exigindo proteção do governo e subsídios à indústria.</p>	<p>O capital financeiro é cosmopolita, buscando impedir os controles de capital e impor o livre comércio e a política neoliberal antigovernamental.</p>
<p>Apoia uma economia mista, com o governo pagando pela infraestrutura para subsidiar a indústria privada. O governo trabalha com a indústria e os bancos para criar um plano de crescimento de longo prazo para a prosperidade nacional.</p>	<p>Procura abolir a autoridade do governo em todas as áreas, de modo a deslocar o centro do planejamento para Wall Street e outros centros financeiros. O objetivo é dismantlar a proteção do trabalho e da indústria em conjunto.</p>

A banca e o crédito são industrializados.	A indústria está <i>financeirizada</i> , com lucros usados principalmente para aumentar os preços das ações por meio de programas de recompra de ações e pagamentos de dividendos, não para novos P&D ou investimentos tangíveis
Manter os serviços bancários e de crédito como utilidade pública e estabelecer fortes regulamentações financeiras	Privatizar todos os bancos e o crédito e assumir o controle do Banco Central e dos demais reguladores financeiros.

Fonte: Michael Hudson. *The Destiny of Civilization: Finance Capitalism, Industrial Capitalism or Socialism*. CounterPunch, 2022.

Tríplice Classificação das Teorias sobre Bancos e Finanças

Jan Toporowski é *Professor of Economics and Finance*, SOAS University of London, UK. Em 2005, foi publicado seu livro *Theories of Financial Disturbance*.

Ele mostra as origens antecedentes de *ideias sobre distúrbios financeiros* já estarem na obra de Adam Smith. Acreditava em taxas de juros não regulamentadas estimularem os pródigos esbanjadores a gastar excessivamente e suas extravagâncias e especulações afastarem empresas sólidas do sistema de crédito.

As opiniões de Adam Smith sobre a usura foram abandonadas por seus seguidores, no século XIX, quando o *laissez-faire* se espalhou também como ideologia para os banqueiros defensores de emissão privada de moeda. Em consequência dos “bancos livres” de cada estado, nos Estados Unidos, não foi criado Banco Central até 1913. Os Bancos Centrais existentes já precisavam usar a política de taxas de juros para não perder as reservas de ouro em fugas para o exterior.

Ao analisar a evolução ao longo do século XX de ideias sobre como os bancos e a gestão de dinheiro podem perturbar a economia capitalista, através das obras de Thorstein Veblen, Rosa Luxemburg, Ralph Hawtrey, John Maynard Keynes, Irving Fisher, Michał Kalecki, Josef Steindl, John Kenneth Galbraith, Charles Kindleberger e Hyman Minsky, em seu livro publicado em 2005, Jan Toporowski propõe sua *classificação tríplice das teorias de Bancos e Finanças*.

As *Teorias de Equilíbrio* sobre eles supunham as atividades financeiras não perturbarem o *equilíbrio geral*, fundamentado na economia “real”, ou seja, produtiva e não financeira. Nenhum julgamento poderia ser feito sobre *as causas dos distúrbios econômicos*, porque estes viriam de eventual e superável mudança em qualquer um dos múltiplos componentes da economia. Nessa tradição defensora de livre-mercado e *laissez-faire*, abstrai-se a moeda e, assim, se exclui a possibilidade de distúrbios financeiros.

Na segunda categoria de teorias, Toporowski coloca as *Teorias Reflexivas*. De acordo com elas, os distúrbios financeiros apenas *refletem* problemas subjacentes, dificuldades, desequilíbrios ou “contradições” na economia não financeira, dita produtiva.

Por exemplo, muitos escritores marxistas consideram o estado dos mercados financeiros como meramente reflexo das contradições da economia “real”. Apontam as lutas de classes e a tendência declinante na taxa de lucro do *capital em geral* – e não as interações monetário-financeiras dos *capitais particulares*.

Outros pontos de vista semelhantes – o “setor” produtivo ser determinante do “setor” financeiro – podem ser encontrados também entre alguns teóricos ortodoxos de Finanças. Consideram os mercados financeiros como fossem ancorados por “fundamentos” microeconômicos de empresas ou setoriais do mercado.

Nessas teorias, os Bancos e as Finanças não desempenham um papel ativo na determinação da atividade na economia real, mas apenas intermediam, neutra e passivamente, dinheiro para atividades não financeiras, criadoras de suas próprias crises e desequilíbrios. Um exemplo seria a Hipótese do Mercado Eficiente de Eugene Fama.

Finalmente, existem *Teorias Críticas ou Sistêmicas* de Finanças. De acordo com elas, o crédito desempenha um papel ativo no sistema econômico-financeiro, onde todos os agentes econômicos são participantes.

As teorias descritas no último livro de Jan Toporowski, *Credit and Crisis from Marx to Minsky*, publicado em 2020, são para mostrar como as Finanças podem provocar esses distúrbios.

Há, entre os autores dessa *abordagem sistêmica*, ou seja, o sistema capitalista visto essencialmente como um sistema financeiro, um grupo proeminente de *teóricos do ciclo econômico*, cujo pioneiro foi Knut Wicksell. Mas também inclui Joseph Schumpeter, John A. Hobson, Karl Polanyi e, à direita, Ludwig von Mises.

As Finanças recebem um papel fundamental em suas teorias. No entanto, suas análises de *ciclo de negócios* contemplam também *fatores não financeiros*. No caso da Escola Austríaca, destaca poupança excessiva ou superinvestimento, incentivado por *política monetária inadequada*, em vez de influências emanadas sistematicamente das posturas dos agentes nos mercados financeiros. Culpado é o Estado!

Outros “reformadores monetários”, como Polanyi, viam as *Finanças como uma falha crítica no capitalismo*. Careciam, entretanto, de uma *análise sistemática*, necessária para explicar a origem dessas falhas e, especificamente, para mostrar os mecanismos pelos quais elas criam problemas para a economia em geral.

A mesma crítica Jan Toropowski aplica às análises mais recentes, *neo-keynesianas*, como a de Ben Bernanke e Mark Gertler (1989) com a Teoria das Bolhas Racionais ou outras tentativas de modelar o *desequilíbrio financeiro*. Esses autores mostram a *possibilidade de desequilíbrio sob certas suposições específicas*, ao invés de um relato sistemático do funcionamento das Finanças na economia capitalista.

De qualquer forma, muitos desses autores assumem suas convicções a partir do conceito de “distúrbio”, criado no período do *capitalismo 'clássico'*, na primeira metade do século XIX, quando os capitalistas financiavam seus empreendimentos em grande parte com empréstimos de curto prazo. Eram limitadas as possibilidades de, por meio de financiamentos em longo prazo, cobrir os passivos com o retorno dos ativos produtivos.

Esses autores, por isso, construíram modelos em torno de um conceito de *crise financeira* como essencialmente *uma crise bancária de descasamento de vencimentos*. Em contraste, o desenvolvimento dos mercados de capitais inaugurou *um tipo diferente, mais macroeconômico e estrutural de crise financeira*.

Infelizmente, a discussão acadêmica sobre a estabilidade financeira não acompanhou as mudanças estruturais nos sistemas financeiros. Elas alteraram os processos financeiros e a forma como ocorrem os distúrbios financeiros.

Há razão para uma Teoria Geral da Crise Financeira incluir as crises bancárias do *capitalismo clássico*. Mas restringir a consideração da *crise financeira* apenas a tais *crises bancárias* é uma demonstração de ignorância a respeito da realidade atual – e não de compreensão.

A distinção original de Toporowski entre teorias de Finanças de “equilíbrio”, “reflexivas” e “críticas ou sistêmicas” foi talvez algo excessivamente simplificado ao representar apenas uma primeira aproximação. Sua pesquisa mais recente sugere uma *distinção mais evolutiva* de como os sistemas financeiros progrediram, ao longo do tempo, com mudanças correspondentes nas estruturas de dívida e nos mecanismos de crise.

O papel óbvio das *finanças* (formas de manutenção de recursos próprios em carteira de ativos) e das *dívidas* (estrutura de passivos ou financiamentos), na Grande Crise Financeira (GCF) de 2008, aumentou o interesse nas maneiras pelas quais o sistema de crédito pode perturbar as economias capitalistas.

Em grande parte, esta última GCF continua sendo interpretada como um problema bancário microeconômico, seja de transformação de maturidade (*durations*) entre ativos e passivos, seja de informação assimétrica. Suas consequências macroeconômicas mais amplas foram denunciadas pelas conspiratórias Teorias de “Financeirização” como estranhas ao capitalismo!

Estas denúncias anacrônicas se baseiam em uma grande quantidade de evidências da atividade crescente nos mercados financeiros e da expansão das receitas financeiras. As Teorias de Financeirização, sem autocrítica, tratam dessa atividade financeira e decorrentes rendimentos como fossem apenas um fardo usurário para o resto da economia, em vez de fornecer uma nova visão sobre o funcionamento macroeconômico integrado com as Finanças.

Com o objetivo de aprofundar essa literatura, Jan Toporowski revisou e ampliou o escopo de seu livro anterior. Destaca a teoria

monetária de Michal Kalecki e uma teoria monetária pura de juros, requerendo liquidez na carteira, mas não a necessidade de um superávit primário no orçamento fiscal contra o montante bruto da *dívida interna* e um superávit corrente no balanço de pagamentos contra o montante bruto da *dívida externa* na economia.

Como Kalecki apontou, pode-se presumir os capitalistas terem acumulado dinheiro – e isso os tornar em certas ocasiões independentes das receitas correntes de vendas, caso façam bem sua *gestão de dinheiro em operações financeiras*. A teoria monetária de Kalecki aponta o caminho para uma ruptura final com a teoria clássica dos juros, prevalecente na Economia Política, desde David Ricardo, e vincula a taxa de juros à taxa de lucro.

Jan Toropowski resolveu revisitar sua pesquisa sobre os críticos das Finanças. Embora seu livro recém-publicado, *Credit and Crisis from Marx to Minsky*, tenha capítulos sobre Marx, Rosa Luxemburg, Ralph Hawtrey, Irving Fisher, John Maynard Keynes, Marek Breit, Henry Simons e Josef Steindl, apresentarei aqui, neste modesto Manual de Finanças, apenas suas ideias sobre Teoria da Fragilidade Financeira de Michal Kalecki e a Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky. Por suas contemporaneidades, entre outras, elas mais me influenciaram.

No Ensino de Economia e Finanças, “conceitos centrais” necessitam ser identificados dentro de cada notável autor de pensamento econômico. Neste capítulo inicial, resumirei, esquematicamente, as três ideias-chaves de Grandes Pensadores da Economia para verificar o dito (ou o não dito) a respeito de Finanças. Depois, destacarei as ideias de Kalecki e Minsky.

Três Ideias-Chave em Teorias de Equilíbrio sem Finanças

Adam Smith (1723-1790) foi pioneiro na omissão de moeda e bancos entre suas ideias principais.

1. *agir no próprio interesse*: as ações individuais livres resultam em um mercado ordenado e estável;
2. *ordem espontânea*: “mão invisível” coordena os negócios de maneira equilibrada;

3. *divisão do trabalho*: aumenta produtividade e possibilita comprar e vender o desejado sem desperdícios ou carências.

Thomas Malthus (1766-1834), muito mais conservador, optou por apenas tratar a desigualdade social como fosse um fenômeno de origem natural, onde os detentores de riqueza seriam virtuosos:

1. *divisão de classes*: a pobreza é a consequência natural e inevitável de lei natural de pessoas sem autocontrole sexual;
2. *taxas de reprodução*: há progressão geométrica da população e progressão aritmética da produção de alimentos em dado território;
3. *controles da população*: os controles preventivos com abstinência sexual reduzem a taxa de natalidade, os controles objetivos via fome aumentam a taxa de mortalidade.

Três teses são recorrentes no secular *discurso reacionário*, como o de Malthus, contra as tentativas de conquistas sociais históricas:

1. *a tese da futilidade*: as tentativas de transformação social serão infrutíferas, porque simplesmente não conseguirão “deixar uma marca”;
2. *a tese da ameaça*: o custo de qualquer proposta de reforma ou mudança social é alto demais, pois coloca em perigo outra preciosa realização da sociedade;
3. *a tese da perversidade*: qualquer ação proposital para melhorar determinado aspecto da ordem econômica, social ou política só serve para exacerbar a situação desejada de ser remediada.

David Ricardo (1772-1823) percebeu o conflito de interesses, quando questões diversas (profissionais, familiares, políticas ou pessoais) podem interferir no julgamento das pessoas, mas não destacou a etimologia latina de *interesse* – “ser de importância, fazer diferença” – estar na origem etimológica de *intérêt* ou *juro* em francês:

1. *conflito distributivo entre salário e lucro*: em função das leis regentes da distribuição do produto da terra, extraído pelo

emprego conjunto do trabalho, das máquinas e do capital, entre as três classes da comunidade (trabalhadores, proprietários e capitalistas);

2. *conflito de interesses entre rentistas e capitalistas*: devido à Lei dos Rendimentos Decrescentes e ao protecionismo da “Lei dos Cereais” inglesa (1815-46);
3. *defesa do livre comércio com o exterior*: Teoria das Vantagens Comparativas, ou seja, o negociante avalia sua vantagem comparativa através do custo de oportunidade na importação do produto em lugar de comprar da produção local.

Para Adam Smith, o comércio entre dois países não ocorreria caso um deles tivesse *vantagem absoluta* na maior produção dos bens a serem comercializados. Para David Ricardo, para o comércio ocorrer, bastaria haver *vantagens comparativas* com obtenção de maior razão de produtividade local em certos bens, cuja produção aproveita a vocação natural do país.

Equivalência Ricardiana refere-se à questão-chave em Finanças Públicas: os gastos governamentais devem ser financiados por tributação ou por endividamento público, se não for por emissão monetária?

1. Se o governo *aumenta os impostos*, os contribuintes os pagam logo.
2. Se o governo *lança títulos de dívida pública*, os contribuintes antecipam terem de pagar mais impostos mais adiante para resgatar a dívida – e se previnem.

Robert Barro, pensador novo-clássico, deduz dessa ideia não fazer diferença entre uma ou outra ação. Em ambas as opções, haverá *queda imediata da renda disponível*, pois na segunda alternativa também haverá corte de gastos privados para aumentar a poupança e conseguir pagar impostos mais adiante.

As expectativas econômicas seriam racionais. Os agentes econômicos agiriam como tivessem certeza a respeito do futuro.

Léon Walras (1834-1910) estabeleceu uma longa linhagem neoclássica com tratamento da moeda como fosse “neutra” ao não

importar no estabelecimento dos preços relativos, mas apenas sancioná-los depois do *tateio*:

1. *modelo equilíbrio geral*: quando o equilíbrio é simultaneamente alcançado em todos os mercados, ou seja, todos os produtos são vendidos ao preço corrente;
2. *tâtonnement* (tateio): para os preços relativos das mercadorias serem estabelecidos, são feitos os ajustamentos necessários nos preços em leilões delas;
3. *competição perfeitamente livre*: condição para gasto de toda a renda (poupança colocada em circulação), pleno emprego e preços estabelecidos em relação a uma mercadoria particular, usada como moeda, para facilitar as trocas perante a divisão de trabalho.

Friedrich von Hayek (1899-1992) se preocupou mais com ideologia, em vez de desenvolver a Teoria do Ciclo de Crédito de seu guru Ludwig von Mises, ao destacar as seguintes ideias:

1. *ordem espontânea*: sistema de preços relativos livres indica melhor alocação de capital contra a "tirania da maioria coletivista";
2. *Estado mínimo*: empresários se abstêm de investir quando temem os gastos públicos levarem a aumento de impostos ou inflação;
3. *Lei de Say*: recessões são consequências de ciclo artificial de crédito a serem suportadas, mas não curadas pelo Estado.

Do modelo walrasiano com moeda neutra seguiu-se a autodenominada "corrente principal", na tradição do Neoclassicismo (1874-1936), com três premissas, sendo a primeira repetitiva entre seus herdeiros:

1. *racionalidade*: os agentes econômicos maximizam suas funções de utilidade e lucro, isto é, agem racionalmente;
2. *atomismo*: os mercados livres, inclusive o mercado de trabalho, tendem para o equilíbrio via flexibilidade de preços e salários;

3. *simetria de informações*: todos os agentes têm informação perfeita e jamais se enganam.

Três Ideias-Chave em Teorias Reflexivas sobre Finanças

Diante da força dos fatos, ou seja, a GCF de 1929 e as instituições financeiras progressivamente em evolução, a própria “corrente principal” (*mainstream*) da História do Pensamento Econômico teve de se curvar. Na segunda metade do século XX, algumas subcorrentes deram ênfase ao papel da moeda em provocar problemas na economia de mercado, seja inflacionário por excesso de sua oferta perante uma demanda estável, seja o distúrbio devido à manipulação imprevista de sua oferta pela Autoridade Monetária.

No Monetarismo (1952-1980), “a moeda importa” por sua emissão excessiva pelo Banco Central atrapalhar o livre-mercado:

1. *racionalidade*: os agentes econômicos maximizam suas funções de utilidade e lucro, isto é, agem racionalmente;
2. *ilusão monetária*: devido ao autoengano dos trabalhadores por se imaginarem estar nominalmente mais ricos, em face às taxas de inflação crescentes, os salários reais estariam sempre atrás do crescimento dos preços;
3. *expectativas adaptativas*: são formadas a partir da experiência passada, com ênfase maior para os períodos mais recentes.

O Novo-Classicismo (1980-1990) só corrigiu a inconsistência da proposição de expectativas distintas entre os assalariados e os patrões:

1. *racionalidade*: os agentes econômicos maximizam suas funções de utilidade e lucro, isto é, agem racionalmente;
2. *desestabilização*: variações previstas na oferta da moeda não afetariam a produção, apenas as mudanças imprevistas o fariam;
3. *expectativas racionais*: todos os agentes têm o mesmo modo de entender a economia correspondente à lógica verdadeira de funcionamento, isto é, o próprio modelo novo-clássico.

O Novo-Keynesianismo (1990-2001) adotou a habitual premissa da racionalidade, herdada do *mainstream*, mas inovou ao contemplar o mercado de crédito:

1. *racionalidade*: os agentes econômicos agem racionalmente, não atuando contra os próprios interesses;
2. *rigidez de preços*: os fundamentos microeconômicos (instituições, contratos, salário para eficiência, clientela etc.) justificam a viscosidade de salários e preços;
3. *descoordenação*: rigidez de preços decorre de *externalidades* provocadas por decisões de outros agentes e problemas na coordenação entre eles.

Dele faz parte o Modelo de Racionamento de Crédito (2001-2008), elaborado por Joseph Stiglitz:

1. *assimetria de informações*: custos de avaliação de riscos pelos ofertantes (banqueiros) para discriminar entre devedores "bons" e "ruins";
2. *seleção adversa*: risco eleva o juro de empréstimo e provoca a fuga dos melhores projetos e a permanência de clientes com maior risco de inadimplência;
3. *risco moral*: elevação de juros incentiva os tomadores endividados a correrem maior risco, na tentativa de obterem maior retorno, dada sua dificuldade em pagar os juros cobrados.

Antes dessa corrente, quando Finanças ainda eram vistas como "uma matéria de especialista", quase como fosse um mundo à parte, Harry Markowitz (nascido em Chicago no dia 24 de agosto de 1927) se tornou conhecido por seu trabalho econométrico pioneiro para a elaboração da Teoria do Portfólio. Estudou a diversificação de risco para evitar a correlação entre os movimentos das cotações de ativos e proteger a rentabilidade de uma carteira de investimentos.

Finanças Racionais (1952-2002) é uma tradição seguida desde Markowitz com três ideias-chave:

1. *fluxo de caixa descontado*: tempo é dinheiro, logo, certa quantia, se recebida hoje, tem valor presente superior ao da mesma quantia nominal recebida no futuro, devido ao custo de oportunidade representado pelo desconto da taxa de juro de mercado;
2. *diversificação de riscos*: o portfólio com ativos diversos, cujos preços serão afetados em direções opostas por eventos futuros, é menos arriscado se comparado ao risco de um único ativo ou de ativos com movimentos correlacionados no mesmo sentido;
3. *eficiência do mercado*: nele, a informação está disponível para todos, daí se exige do especulador ele acertar o caminho aleatório (*random Walk*) do conteúdo da próxima notícia, se será positiva ou negativa.

Finanças Comportamentais (2002-....), baseada em Psicologia Econômica, finalmente, se contrapôs à premissa da racionalidade:

1. *irracionalidade*: os investidores baseiam suas decisões em regras de bolso, cuja maioria é inconsistente, levando-os a terem crenças enviesadas ou usarem maus argumentos;
2. *dependência da forma*: os investidores têm sua percepção sobre o risco e o retorno de investimento bastante influenciada pela forma como o problema é apresentado;
3. *ineficiência do mercado*: vieses heurísticos e dependência da forma descolam as cotações de seus fundamentos, provocando bolhas de ativos sem serem apenas pequenas anomalias randômicas, corrigíveis por *arbitragem*, isto é, comprar onde está barato para vender onde está caro.

Dessas Finanças Comportamentais se desdobrou uma linha de pensamento mais filosófica ao contemplar "a sabedoria de viver". Denomina-se *Economia da Felicidade* e será apresentada no capítulo sobre Finanças Pessoais.

Três Ideias-Chave das Abordagens Sistêmicas com Finanças

Conforme já anunciado, nas *Teorias Críticas ou Sistêmicas* de Finanças, o crédito desempenha um papel ativo no sistema

econômico-financeiro, onde todos os agentes econômicos e setores de atividade são participantes. Pode provocar tanto ciclos expansivos quanto distúrbios econômico-financeiros.

Examinaremos, neste tópico, as ideias-chaves dos autores com essa *abordagem sistêmica*, ou seja, o sistema capitalista visto essencialmente como um sistema financeiro. Iniciaremos com autores à esquerda como Karl Marx e Rudolf Hilferding, apresentando depois as ideias evolucionárias e/ou institucionalistas de Thorstein Veblen, John A. Hobson e Joseph Schumpeter, estatizantes de John Maynard Keynes e anti-neoliberais de Karl Polanyi. Chegaremos até o revolucionário neoclássico (“coração à esquerda, cabeça à direita”) Knut Wicksell. Mas também contemplaremos, à direita, Ludwig von Mises.

As Finanças recebem um papel fundamental em suas teorias. Mas suas análises de *ciclo de negócios* não deixam de incorporar *fatores não financeiros*.

Após Marx: Abordagem do Sistema Capitalista como Financeiro

Três ideias-chave se distinguem na obra de Karl Marx (1818-1883):

1. *determinismo histórico*: o *argumento positivo* é, por causa de sua maior organização, a classe operária ser o sujeito revolucionário; o *argumento negativo* é a revolução ser a única alternativa do proletariado;
2. *relações de produção*: concorrência entre capitalistas exige contínuo aumento da produtividade e/ou exploração de seus operários;
3. *forças produtivas*: mudança tecnológica aumenta composição orgânica do capital, mas daí surge a tendência à queda da taxa de lucro.

Quatro influências compensatórias de (ou contrapostas a) a *tendência à queda da taxa de lucro* são:

1. superpopulação relativa de operários;

2. aumento da intensidade de exploração;
3. barateamento dos elementos do capital constante;
4. elevar taxa de lucro com o comércio exterior.

Estas ideias-chave são referentes ao Livro I de *O Capital*, quando Marx trata do *capital em geral*, portanto, em um nível mais abstrato em relação ao nível do “concreto pensado”, onde trata dos *capitais particulares*. No Livro II, focaliza o processo de circulação do capital. No Livro III, baixa o nível de abstração e expõe o processo global da produção capitalista.

Na Seção V deste último, analisa a divisão do lucro em juro e lucro do empresário. Trata do capital portador de juros e do ganho empresarial, assim como do crédito e capital fictício, inclusive meios de circulação.

Investiga as partes constitutivas do capital bancário. Distingue o capital monetário de o capital real. Analisa o meio de circulação sob o sistema de crédito, inclusive destrinchando o debate na Inglaterra sobre *Currency Principle* e a legislação bancária de 1844. Recupera o processo histórico, desde a condenação da usura na Idade Média, apontando as vantagens para a Igreja dessa proibição do juro.

Seu editor, Friedrich Engels, coloca como suplemento final ao Livro Terceiro de *O Capital* a relação entre a lei do valor e a taxa de lucro. No último tópico, apresenta a bolsa de valores.

No caso de Karl Marx, mudou bastante a visão anterior de Jan Toropowski, publicada em *Theories of Financial Disturbance* (2005), de ele ter uma *abordagem “reflexiva” das Finanças*. Reclassificou-o para autores de *abordagem sistêmica das Finanças*. Vejamos por qual razão.

No decorrer do desenvolvimento das ideias, em seu estudo abrangente das relações e dinâmicas econômicas capitalistas, publicado em *O Capital*, Marx teve de confrontar *a coincidência comumente observada entre recessão econômica e crise bancária*. Isso deu origem a sua convicção de *a crise econômica ter sido causada pela má gestão do sistema monetário*.

Essa visão tornou-se comum entre economistas políticos e críticos do capitalismo com o surgimento de ciclos econômico-financeiros mais ou menos regulares desde o início do século XIX. A chave, portanto, para a estabilização da produção e do comércio capitalistas seria uma reforma do sistema monetário-bancário.

Esse ponto de vista permanece até hoje, aliando as ideias de conservadores com as de alguns dos críticos marxistas mais ferrenhos do capitalismo. Entre eles se encontram os seguidores da literatura da "financeirização", irmanados ainda com ideias do cristianismo medieval anti-usura.

No entanto, anteriormente, Marx confrontou essas ideias em sua primeira tentativa de uma análise abrangente do capitalismo no livro preparatório *Grundrisse der Kritik der Politischen Ökonomie*. A chave para a compreensão deste livro é dada nos títulos dos capítulos.

Uma introdução metodológica é seguida por um capítulo *sobre o dinheiro*. Depois, apresenta um capítulo muito extenso, ocupando a maior parte de um livro bastante longo, *sobre o capital*.

O objetivo desse arranjo é mostrar a aparência monetária de objetos e relações ser ilusória, porque *o capital é uma relação social, não pecuniária*. A tarefa do entendimento disso pode ser simplificada, concentrando-se em um tema-chave de importância atual, tratado nos *Grundrisse* e em *O Capital: o papel desempenhado pelo crédito na produção e na crise capitalista*.

Trata-se de uma visão histórica da *evolução das finanças*.

Como um hegeliano não idealista, mas sim materialista, Marx estava preocupado em distinguir a aparência de uma realidade essencial, enraizada em um processo social de produção e distribuição. Assim, mesmo ao analisar o capital monetário, voltou ao seu tema recorrente da *centralidade da produção industrial* na determinação da natureza e dinâmica do sistema capitalista.

Para a Economia Política vulgar à procura de representar o capital como uma fonte independente de valor, critica Marx, o aparecimento do *capital monetário gerador de juros* "é um verdadeiro achado, uma forma na qual a fonte do lucro não é mais discernível".

O *capital monetário* torna-se “uma mercadoria cuja capacidade de auto expansão tem um preço definido sempre cotado na taxa de juros vigente”.

Embora tenha observado a alta taxa de juros, prevalecente em tempos de crise, Marx corretamente viu isso como *um sintoma de crise econômica*, face ao excesso de crédito, ao invés de ser *a causa da crise*, como era sugerido pela visão clássica. Em outros termos, *a taxa de juros mais alta refletiria a iliquidez dos tomadores de empréstimos* – e não a política monetária ou considerações de risco por parte dos credores bancários.

A Economia Política de Keynes, posteriormente, fez da *eutanásia do rentista*, com eliminação da receita de juros reais, a chave para a socialização do capital. O “investidor sem função” seria alcançado por meio de uma *política de manutenção de taxas de juros abaixo da taxa de inflação*, a fim de encorajar o investimento empresarial em escala tal de modo a permitir o alcance do pleno emprego.

O desenvolvimento do crédito para sustentar o capitalismo industrial e o surgimento do capital portador de juros daria origem a uma divisão entre os capitalistas:

- de um lado, os “capitalistas monetários” a viver dos juros;
- de outro, os “capitalistas atuantes” a explorar o trabalho real dentro de organização da produção industrial.

Marx considerava “absurda” a possibilidade de converter todo o capital em capital-dinheiro, sem haver pessoas a comprar mercadorias e incentivar o uso os meios de produção. Haveria uma depreciação do capital monetário e uma queda na taxa de juros, então, muitos ricos enfrentariam imediatamente a impossibilidade de viver com seus juros e, portanto, seriam compelidos a se reconverter em capitalistas industriais.

Para Marx, assim como para muitos de seus admiradores, entre os quais pós-keynesianos, até os dias de hoje, a existência de uma sociedade capitalista é impossível sem algum tipo de processo produtivo subjacente gerador de mais-valia ou valor adicionado. Este é, de fato, o caso do *capitalismo industrial*, uma forma de capitalismo

marcada, segundo Marx, pela “subordinação do capital portador de juros às condições e exigências do modo de produção capitalista”.

Depois de Marx completar seus rascunhos dos Volumes II e III de *O Capital*, uma série de Leis das Sociedades Anônimas foi aprovada na Grã-Bretanha e emuladas em outros países capitalistas. Isso facilitou a instalação rotineira de *empresas com capital aberto*.

Permitia as empresas legalmente registradas nas bolsas de valores levantarem capital na forma de ações, para a partir dele alavancarem financiamentos de longo prazo com lançamento de títulos de dívida direta (debêntures), sem o problema de conseguir uma legislação especial ser aprovada pelo Parlamento. Isso aconteceu inicialmente com as empresas ferroviárias, as maiores do século XIX.

Essas ações podiam ser negociadas na bolsa de valores. Ali havia a vantagem, para as empresas, de assegurar no mercado primário o financiamento de longo prazo e, ao mesmo tempo, permitir aos ofertantes desse capital acionário a possibilidade de sua conversão imediata em caixa, ou liquidez, no mercado secundário de ações.

A Lei das Sociedades Anônimas mudou a forma como o capital portador de juros funcionava na economia capitalista. Para Marx, o mercado desse capital portador de juros era como um *clube de crédito*, onde os “sócios” eram capitalistas.

Emprestavam dinheiro uns aos outros para cobrir as necessidades de liquidez dos negócios. Era para pagar as despesas comerciais quando a receita atual das vendas fosse insuficiente.

O editor de Marx, Friedrich Engels, embora ciente de os novos mercados de ações mudarem a situação, só acrescentou ao Volume III de *O Capital* um último tópico sobre a bolsa de valores. Lamentava a disseminação da forma de sociedade anônima e as fraudes e especulações típicas. Como um reles industrial alheio a isso, *apenas fez mais uma denúncia do capitalismo*.

No entanto, houve mais mudanças provocadas pela ascensão da corporação como Sociedade Aberta. Em primeiro lugar, a maior capacidade de obter financiamento em longo prazo com debêntures

diminuiu a dependência dos capitalistas industriais de empréstimos bancários de curto prazo. Por sua vez, *isso mudou o caráter das crises de crédito*.

Um negócio contumaz imobilizava capital em equipamentos e instalações industriais, chamado por Marx de *capital constante*, mas o financiava com empréstimos bancários em curto prazo. Nesse caso, a “rolagem” ao tomar empréstimos em série, ao longo do tempo, para pagar os empréstimos em curto prazo era necessária.

A necessidade de contar com empréstimos ao longo da vida útil dos equipamentos e instalações tornava o negócio vulnerável a aumentos nas taxas de juros, ou à recusa em estender o prazo do empréstimo, ou à incapacidade de rolar os empréstimos. Esses foram os tipos de *problemas de iliquidez*, apresentados no relato de Marx sobre as crises financeiras, assolando regularmente o capitalismo.

Esses problemas permaneceram para o estrato de capitalistas incapazes de acessar as fontes de financiamento em longo prazo, no mercado de debêntures, geralmente empresas menores ou médias. Para os maiores negócios capitalistas, pelo contrário, os mercados para tais financiamentos ofereceram novas possibilidades, entre as quais, *a concentração e centralização do capital*.

O mercado de ações permitiu isso ocorrer muito mais rapidamente por meio de *fusões e aquisições corporativas*, quando o financiamento em longo prazo estava disponível. Os mercados de capital também ofereciam possibilidades de geração de lucros a partir de operações financeiras. Ocorria por meio de *ganhos de capital* no mercado secundário de ações, em operação distante da insistência de Marx de não haver juros sem algum processo de produção industrial.

Os capitalistas “funcionais” puderam combinar mais facilmente os termos de seus passivos financeiros com o fluxo de caixa esperado de seus negócios. Minsky mais tarde, como veremos mais adiante, chamaria isso de *financiamento “hedge”*.

Logo, o *capital social*, ao não precisar ser reembolsado, e sobre o qual os pagamentos de dividendos são, em certa medida (além dos obrigatórios 25% do lucro), discricionários, desempenha um papel fundamental na *estabilização das finanças* dos negócios capitalistas.

Os novos mercados de financiamento em longo prazo foram apenas o primeiro estágio desse processo de inovação financeira.

Os mercados secundários de títulos de longo prazo (debêntures) e ações, emitidos diretamente por empresas capitalistas, significam tanto uns como outros poderem ser usados como *garantia para empréstimos*. A cotação, estabelecida no mercado secundário, é vista como uma avaliação imediata do valor de mercado presente desses títulos e ações.

O financiamento em longo prazo não apenas protege os *capitalistas industriais* dos problemas de refinanciamento. Também amplia a liquidez dos *capitalistas monetários*.

Segundo Marx, a quantidade de excedente obtido pelos capitalistas é influenciada pelo *período de rotação do capital*. Novos mercados de finanças em longo prazo têm efeito sobre o *giro do capital*: um período de rotatividade mais curto, com dada taxa de exploração da força de trabalho, gerará um excedente maior durante um determinado período.

Quando um capitalista decide *supercapitalizar seu negócio*, ele emite títulos ou capital social além do necessário para a compra de instalações ou equipamentos para si. O excesso de capital do capitalista é então mantido em depósito remunerado no banco ou usado para comprar títulos emitidos por outros capitalistas.

Ele se torna, em parte, um capitalista "operacional" e, em parte, um capitalista operador de "dinheiro". Mesmo quando trabalha com capital próprio, divide-se em duas personalidades:

1. o dono do capital e
2. o empregador do capital.

Com referência às categorias de lucro gerado, seu capital também se divide em:

1. *capital-propriedade*, capital fora do processo de produção e rendendo juros por si mesmo, e
2. *capital no processo de produção*, rendendo um lucro para os sócios acionistas por meio dessa função.

Portanto, a dúvida de Jan Toropowski entre classificar a abordagem marxista como “reflexiva” – a crise se originar no “setor” produtivo e não no “setor” financeiro – ou como “crítica” – o problema ser criado nas finanças – tem razão de ser. A bi-compartimentalização feita por Marx só seria superada com uma abordagem radicalmente sistêmica do capitalismo.

Segundo Toropowski, “a análise de Marx do capital portador de juros é a primeira tentativa coerente de integrar as finanças em uma teoria mais geral da reprodução capitalista. O capital portador de juros surge em resposta às necessidades de crédito da produção capitalista”.

O desenvolvimento do capital portador de juros em financiamento em longo prazo para capitalistas industriais funcionais, então, divide as empresas capitalistas de acordo com seu acesso ao financiamento de longo prazo. *Esta é a base das finanças corporativas modernas e suas patologias do século XX.*

A análise dos balanços bancários, feita por Rudolf Hilferding no início desse século, reflete duas mudanças no capitalismo, após Marx ter escrito *O Capital*. O primeiro é o *processo de centralização do capital*, resultando na ascensão do capital monopolista, e o segundo o *fornecimento a esses monopólios de capital em longo prazo*.

Rudolf Hilferding (1877-1941), em seu livro *O Capital Financeiro*, publicado em 1910, apresentou também três ideias-básicas:

1. *processos de concentração dos bancos e da indústria*: interação e levam à fusão do capital industrial com o capital bancário no capital financeiro;
2. *domínio de bancos sobre indústrias*: superado pela unificação no capital financeiro transpor a distinção entre as diferentes origens do capital;
3. *circulação do capital financeiro*: via negociações de ações saltam-se barreiras setoriais via empresa-*holding* do conglomerado econômico-financeiro.

O sistema bancário, mais ou menos, se divide em dois:

1. uma parte serve aos capitalistas monopolistas ou ao *setor cartelizado* da economia,
2. outra parte serve aos capitalistas atuantes no *setor competitivo*.

No “capitalismo financeiro”, exposto por Hilferding, os balanços bancários apresentam, no passivo, os depósitos dos *capitalistas monopolistas* e, no ativo, os empréstimos de longo prazo concedidos. Além dessa carteira de crédito, possuem uma de títulos de dívida pública e privada, quicá também ações emitidas por esses capitalistas monopolistas.

Outros balanços dos bancos correspondem aos depósitos dos *capitalistas competitivos* e aos empréstimos bancários a esses capitalistas. Como não têm o poder de controle de certo mercado, esses são os capitalistas cuja produção e vendas precisam se acomodar às mudanças nos mercados.

Isso torna suas finanças menos estáveis e, como argumentou Hilferding, cria um incentivo para eles fazerem *fusões ou aquisições* e entrarem no setor cartelizado. Nele, sua atividade será regulada pelos bancos e suas finanças serão estabilizadas de maneira correspondente.

Todo esse processo corresponde à *socialização do capital pelas finanças* em um complexo sistema financeiro emergente das interações entre seus diversos componentes: *finanças pessoais, corporativas, públicas, bancárias e internacionais*. Será mostrado nos capítulos seguintes.

Outras Abordagens Sistêmicas Evolucionárias com Finanças

Embora tenha sido biólogo, Charles Darwin (1809-1882) inspirou a concepção de um *sistema econômico dinâmico e evolucionário*:

1. agentes estão imersos em um *meio-ambiente físico e socioeconômico* complexo, dinâmico, competitivo e incerto;

2. se algum variar de alguma forma positiva, sob as condições complexas e variáveis da vida, terá melhor chance de ser *naturalmente selecionado*, ao longo do tempo, e sobreviver;
3. *economia evolucionária* não reduz o humano aos seus atributos biológicos ou físicos, nem o isola do resultante da agregação.

Embora Thorstein Veblen (1857-1929) seja talvez melhor classificado como sociólogo, foi influenciado pelo "darwinismo social". Propiciou a *abordagem institucionalista* na Economia captar a evolução social por meio de:

1. *tradições*: um conjunto de costumes e modos de pensar, cristalizados em práticas (*lógicas de ações*) aceitas e incorporadas pela comunidade;
2. *instituições*: restrições *formais* (leis, regras) ou *informais* (costumes, tradições), criadas para dar forma às interações humanas;
3. *hábitos*: não são frutos de pensamentos automáticos (*instintos*), porque resultam da repetição de pensamento e ação consciente.

Antes do livro *Teoria da Classe Ociosa*, publicado em 1899 por Veblen, John Hobson (1858-1940) publicou, em 1894, o livro *Evolução do Capitalismo Moderno*. Nele, entre outras, apresentou três ideias-básicas:

1. *industrialização pesada*: nesta fase da evolução do capitalismo, a exigência de recursos superiores às finanças pessoais dos industriais conduziu à sociedade de anônimos associados, fundando o *mito da democracia do capital*;
2. *separação entre oligarquia capitalista e gerentes administradores*: o financista moderno do capital acionário se distingue dos investidores carregadores dos títulos de dívida pública;
3. *proletariado dos grandes capitalistas*: o pequeno capitalista aliena o uso de seu capital ao financista profissional, manipulador de informações e cotações.

As três ideias-chaves de Joseph Schumpeter (1883-1950) explicam o *dinamismo sistêmico do capitalismo*:

1. *empreendedores*: capazes de mobilizar capital, avaliar projetos, administrar riscos, monitorar os administradores, fazer bons negócios, redirecionar os recursos de velhos para novos canais;
2. *inovação disruptiva*: destruição criativa com invenção, uma possibilidade tecnológica ainda não tentada, novos produtos ou novas fontes de matérias primas;
3. *crédito farto e barato*: ambiente de negócios com direitos de propriedade, livre-comércio e câmbio estável garantidos, para a alavancagem financeira de seu negócio, isto é, o novo lucro operacional acima das despesas financeiras com o endividamento elevará a rentabilidade patrimonial sobre seu capital próprio.

Quanto a John Maynard Keynes (1883-1946) suas três ideias-chaves são:

1. *demanda efetiva*: há possibilidade de se gastar mais em relação ao fluxo de renda recebido, com crédito e/ou a disponibilidade de riqueza líquida, sem pressão inflacionária em fase de Grande Depressão deflacionária, devido ao excesso de capacidade produtiva ociosa;
2. *desemprego involuntário*: apesar de trabalhadores se disporem a abaixar salários para conseguir emprego, expectativas pessimistas inibem o gasto capitalista criador de empregos;
3. *armadilha de liquidez*: em Grande Depressão deflacionária, mesmo "juro zero" não estimula empreendedores a tomar empréstimos, só o gasto produtivo anticíclico do governo e/ou a concessão da Renda Básica da Cidadania (RBC), para quem tem a maior propensão a consumir, propiciam a retomada do crescimento.

Seguem-se três ideias-chaves Karl Polanyi (1886-1964):

1. *desincrustação do mercado*: liberalismo de mercado prega a sociedade subordinar-se à autorregulação econômica, mas ela reage com grandes guerras e depressão;

2. *incrustação*: a economia não pode ser autônoma em relação à sociedade e tem de se subordinar às instituições, inclusive financeiras, de um sistema complexo maior;
3. *distinção entre mercadorias reais e fictícias*: os fatores de produção autônomos – terra, trabalho e moeda – não são mercadorias produzidas para venda no mercado.

Essa *abordagem sistêmica* envolve um complexo de doutrinas e metodologias concorrentes. Inclui até mesmo uma corrente austríaca conservadora, associada ao trabalho de Mises e Hayek. Ela defendeu a conversibilidade com o ouro ser um regulador do dinheiro e do crédito.

Mas havia antes dessa Escola Austríaca outro autor proeminente, nascido na Suécia: Knut Wicksell (1851-1926). Muitas vezes é classificado como um neoclássico, simplesmente, por partir do modelo de equilíbrio geral, o qual ele questiona com o Processo Cumulativo.

A obra dele é inspiradora de muitos heterodoxos críticos da Teoria Quantitativa da Moeda e proponentes de uma Teoria Alternativa da Moeda. A teoria monetária alemã/austríaca é também tributária da contribuição de Wicksell.

Seu livro *Juros e Preços*, publicado em sueco em 1898, foi baseado em um extenso estudo da teoria monetária inglesa, incluindo o debate entre a Escola Monetária e a Escola Bancária. Ele também parece ter estudado os esquemas de reprodução econômica de Marx, do Volume II de *O Capital*. Neles, os juros são rendimentos do capital.

Wicksell teria tirado dessa obra de Marx a ideia de *a economia capitalista ser um sistema*, onde o dinheiro gasto circula em toda a economia. Kalecki, por sua vez, aproveitará sua ideia de os gastos dos capitalistas em investimentos e no próprio consumo retornarem aos capitalistas como lucros através do processo de produção e troca.

O economista sueco apresentou a ideia de uma *economia de crédito puro*. Passou a significar aquela na qual *a oferta monetária é estritamente endógena*, a ponto de *a iliquidez ser impossível*, porque crédito adicional pode, hipoteticamente, sempre ser obtido.

A *economia de crédito puro* de Wicksell é aquela na qual o crédito serve como meio de pagamento e não é limitado pelas reservas bancárias. Esta é uma descrição adequada até para o sistema bancário do século XXI. O conceito de Wicksell não exclui todas as questões atuais de *insolvência* e *iliquidez*.

Toda essa tradição sueca/alemã/austriaca foi transportada para as discussões teóricas monetárias na língua inglesa por Schumpeter e Hayek. No entanto, para o recalque deste último, foi obscurecida pela predominância da análise monetária de Keynes.

Recalque é um dos conceitos fundamentais da psicanálise freudiana. Denota um mecanismo mental de defesa contra ideias incompatíveis com *o eu*, no caso de Hayek, sua ideologia conservadora.

Em síntese, frente à linhagem teórica autodenominada de “corrente principal” da História do Pensamento Econômico, na virada do século XIX para o XX surgiu uma certa “dissidência” em relação ao Modelo de Equilíbrio Geral. O citado economista sueco destacou alguns aspectos financeiros do sistema capitalista.

Knut Wicksell (1851-1926) propôs pelo menos três ideias-chaves até hoje influentes sobre as atuações dos Bancos Centrais em regime de meta inflacionária:

1. *duas taxas de juros*: a *taxa de mercado* resulta da relação da oferta com demanda de moeda, a *taxa natural* é derivada da interação entre poupança e investimento;
2. *processo cumulativo*: desvio entre essas duas taxas de juros provoca distonia entre a demanda monetizada e uma dada oferta de bens, variando os preços relativos nominais em um processo inflacionário;
3. *equilíbrio monetário*: ocorre quando instituições financeiras só canalizam poupança para investimento, sem provocar choque monetário com menor juro.

Escola Austríaca e a Teoria do Ciclo de Crédito de von Mises

Ludwig von Mises (1881-1973) e Friedrich Hayek (1899-1992) se tornaram ícones da Escola Austríaca de pensamento econômico com a ressalva dos “dissidentes” Rudolf Hilferding, Joseph Schumpeter e Karl Polanyi também terem nascido na Áustria e estudado na Universidade de Viena. Hayek se dedicou à missão ideológica autoimposta de combate ao keynesianismo em defesa da *Ordem Espontânea* contra a “tirania da maioria coletivista” e do *Estado Mínimo*, propiciando total liberdade à Lei do Mercado, isto é, aos poderosos.

Antes disso, von Mises diagnosticava as recessões serem consequências de *ciclo artificial de crédito* a serem suportadas, mas não curadas pelo Estado.

Em sua Teoria do Ciclo de Crédito, publicada originalmente em 1912 e reapresentada no livro “Ação Humana”, publicado em 1949, define: “a categoria *juro originário* se manifesta primordialmente no juro dos empréstimos monetários”. Resumirei suas ideias sobre o ciclo de crédito expressas neste livro.

A taxa de juros para empréstimos coincide com a taxa de *juro originário*, manifestado pela relação entre os preços de bens futuros e bens presentes. Para os trazer ao valor presente, descontando essa variação do custo de oportunidade, ele a denomina de *taxa de juro neutro*.

Ao contrário do pensamento neoclássico, especialmente, no Modelo de Equilíbrio Geral walrasiano, von Mises não considera neutra a moeda, pois ela importa. Significa: *ela afeta as decisões*.

“Se varia a relação monetária, isto é, a relação entre a demanda por moeda para aumentar os encaixes individuais e a oferta de moeda para reduzir os encaixes individuais, todos os preços de bens e serviços são afetados. Essas mudanças, entretanto, não afetam os preços dos vários bens e serviços ao mesmo tempo e nem na mesma proporção”.

Em consequência disso, ocorrem modificações na riqueza e na renda de vários indivíduos, as quais podem alterar os dados determinantes do nível de juro originário. O estado final da taxa de

juro, para o qual tende o sistema após as mudanças na relação monetária, passa ser outro face à tendência anterior.

As mudanças na relação monetária podem, em certas circunstâncias, afetar primeiramente o mercado de empréstimos, no qual a demanda e a oferta de empréstimos influenciam a *taxa de mercado de juro para empréstimos*. Mises denomina essa relação de *taxa bruta de juro*.

Von Mises só cita *en passant* a Teoria das Duas Taxas de Juros, elaborada por Knut Wicksell (1851-1926), não reconhecendo essa sua filiação conceitual. Tampouco se refere a outros autores a respeito da ideia de o banqueiro, como prestador de moeda, atuar sempre como um empresário. Toda concessão de crédito é um risco especulativo empresarial, cujo sucesso ou fracasso é incerto.

O *risco de perda* se dá porque os devedores e os avalistas podem tornar-se insolventes, assim como as garantias colaterais e as hipotecas podem perder o valor. A sorte do credor está ligada à do devedor ou às mudanças ocorridas no preço das garantias colaterais.

Retoma a Teoria do Valor Trabalho, embora não reconheça a classe trabalhadora, ao afirmar: “o capital em si não rende juros. Precisa ser empregado e investido não só para render juros, mas também para não desaparecer inteiramente: *dinheiro não cria dinheiro*”. Os rentistas com acumulação de capital financeiro por juros compostos, provavelmente, discordam desse ditado...

Outra ideia contemporânea e, então, fora-do-comum é sua constatação: “nesta nossa época de títulos e debêntures, bancos hipotecários, sociedades de poupança, apólices de seguro de vida e instituições de previdência social, *as massas populares de menor renda são muito mais credoras em vez de serem devedoras*. Por outro lado, na qualidade de proprietários de ações, de fábricas, de fazendas e de imóveis, *os ricos são muito mais devedores em vez de serem credores*. Ao pedir a expropriação dos credores, as massas inadvertidamente estão indo contra os seus próprios interesses”.

Aparentemente, seriam medidas anticapitalistas. Na verdade, *as medidas contra bancos credores beneficiam os capitalistas devedores*.

Tem de se admitir, ao se estabelecerem os termos de um contrato de empréstimo, a possibilidade de futuras variações no poder aquisitivo da moeda. O principal deveria ser indexado, periodicamente, por um número-índice de preços, capaz de refletir as mudanças ocorridas, para mais ou para menos, no poder aquisitivo pela inflação.

É necessário também prever as futuras mudanças do poder aquisitivo. Assim sendo, elas poderiam estipular uma taxa bruta de juros capaz de conter uma provisão para essas mudanças, uma percentagem de acréscimo ou redução da taxa de juro originário.

Von Mises denomina essa provisão – positiva ou negativa – de *prêmio compensatório*. Se esse prêmio fosse corretamente calculado, nem o credor nem o devedor teriam suas posições afetadas por possíveis variações positivas (*deflação*) ou negativas (*inflação*) no poder aquisitivo da moeda. A taxa de juros seria neutra.

No mundo real, todos os preços flutuam sempre, relativamente, e os agentes econômicos são obrigados a se ajustar a essas mudanças. Os empresários só iniciam novos empreendimentos e os capitalistas só mudam os seus investimentos porque se antecipam diante das mudanças possíveis de ocorrer e se preparam para lucrar com isso.

Em sua visão apologética da economia de mercado, von Mises a atribui um incessante estímulo para o progresso. “Os indivíduos mais empreendedores procuram obter lucro, ajustando constantemente as atividades de produção, de forma a atender, da melhor maneira possível, às necessidades dos consumidores, tanto as conscientes como as latentes ainda sem terem sido sequer cogitadas”.

Essas atividades especulativas dos empreendedores alteram sempre, todos os dias, *a estrutura de preços relativos*. Consequentemente, alteram também o nível da taxa bruta de juro de mercado. Por isso, para obtenção de uma ordem espontânea é necessária a liberdade para o sistema de preços relativos indicar a melhor alocação de capital.

Ao proceder a análise do processo provocado pela expansão do crédito, von Mises precisa novamente fazer referência ao *prêmio*

compensatório. Ele só pode surgir quando uma quantidade adicional de moeda já começou a afetar os preços das mercadorias e serviços.

Mas, se a expansão de crédito prossegue e se quantidades adicionais de meios fiduciários são injetados no mercado de crédito, aumenta a pressão sobre a taxa bruta de juro do mercado. Enquanto subsistir a expansão do crédito, essa taxa continua atrasada em relação ao valor necessário para cobrir o juro originário e o prêmio compensatório positivo.

Ao analisar o processo de expansão do crédito, von Mises supõe o processo de ajustamento do sistema econômico aos dados do mercado e o movimento em direção ao estabelecimento dos preços finais e das taxas de juro finais serem perturbados por uma quantidade adicional de meios fiduciários ofertada no mercado de crédito. Empréstimos adicionais só deveriam ser colocados a uma menor taxa bruta de mercado.

Uma queda na taxa bruta de juro do mercado afeta os cálculos do empresário quanto à lucratividade de seus projetos. Mostra-lhe os investimentos possíveis de ser feitos no presente estágio da relação entre a valoração feita pelo público dos bens futuros e a dos bens presentes.

Compatibiliza suas ações com essa valoração. Impede-lhe de realizar projetos cujo período de espera não satisfizer os consumidores. Força-o a empregar os bens de capital disponíveis de maneira a melhor satisfazer às necessidades urgentes dos consumidores. Uma queda na taxa de juro, decorrente de uma expansão do crédito, falseia esse cálculo.

O resultado, portanto, é enganador. Esses cálculos fazem alguns projetos parecerem viáveis e exequíveis, quando um cálculo correto, baseados em uma taxa de juro não deformada pela expansão de crédito, mostraria a sua inviabilidade.

Os empresários se lançam na realização desses projetos com crédito barato. A atividade empresarial fica estimulada. Tem início um *boom*.

A demanda adicional provocada pelos empresários, quando estão expandindo os seus negócios, tende a aumentar os preços dos

bens de produção e dos salários. Com o aumento dos salários, o preço dos bens de consumo também aumenta. A alta geral de preços espalha otimismo. Todos acham estar ganhando... dos outros. É impossível.

Ludwig von Mises e Friedrich Hayek, gurus dos "austríacos" ultraliberais, também defendem a ideia de *ordem espontânea*: o sistema de preços relativos livres indica melhor alocação de capital contra a "tirania da maioria coletivista".

O *anticomunismo* deles se confunde com a defesa do *Estado Mínimo* com base no argumento de os empresários se absterem de investir quando temerem os gastos públicos levarem a aumento de impostos ou inflação. Completam esse pensamento anacrônico frente à História real com a Lei de Say de apenas a poupança ser canalizada para o investimento: para eles, as recessões são consequências de *ciclo artificial de crédito*, cujas consequentes quebras e bancarrotas devem ser suportadas, mas não curadas por Estado.

Os economistas austríacos rejeitam a *testagem de hipóteses* na economia por dizerem ser virtualmente impossível, pois os atores humanos não podem ser colocados em um cenário de laboratório sem serem alteradas suas possíveis ações. Outros economistas, inclusive ortodoxos do *mainstream*, criticam a metodologia adotada pela Economia "austríaca": careceria de rigor científico, porque não se submete à *teste de falseabilidade* contra evidências empíricas e/ou estatísticas.

A Economia Comportamental critica sua *premissa de racionalidade*. Ao contrário desse pressuposto, os agentes econômicos baseiam suas decisões em regras de bolso inconsistentes, crenças enviesadas ou maus argumentos. Têm percepção sobre o risco e o retorno influenciada pela forma como o problema é apresentado, sem manter a suposta racionalidade.

Esse pensamento econômico da Escola Austríaca é o típico da extrema-direita no espectro ideológico. Adota o *dogma da meritocracia* como o princípio explicativo da desigualdade social.

Nesse sentido, pressupõe se todos os indivíduos possuíssem idêntico poder de barganha, todos tivessem começado exatamente na mesma linha de partida, ou seja, sem nenhum começar já com

alguma vantagem por “sorte do berço”, e ninguém tivesse recorrido à violência, fatalmente, alguns indivíduos mais competentes veriam seu patrimônio crescer. Enquanto isso, os outros menos competentes veriam seu patrimônio estagnar ou mesmo encolher.

Sua hipótese reducionista é haver apenas três grandes grupos de indivíduos:

- o primeiro é constituído por quem poupa estritamente o necessário para repor seu capital;
- o segundo poupa mais além do estritamente necessário; e
- por fim, o constituído por quem poupa abaixo do necessário.

O primeiro grupo de indivíduos conseguirá apenas conservar seu capital. O segundo grupo tenderá a aumentar seu capital e fabricar uma maior quantidade de bens de consumo no futuro. O terceiro grupo verá seu patrimônio encolher.

Alguns indivíduos consumiriam muito no presente à custa de ter de se desfazer do seu capital, outros aumentariam seu capital à custa de consumir muito pouco no presente. Só por esta razão comportamental, perante à poupança, ocorrerão profundas alterações patrimoniais.

Os indivíduos nascidos com o “azar do berço” teriam antecedentes pouco cautelosos por terem se desfeito de todo o seu capital. Os descendentes de escravos terão sempre de trabalhar para outros indivíduos capazes de manterem ou aumentarem seu capital...

Distante dessa realidade histórica do escravismo, os “austríacos” dizem ser a decisão comportamental entre poupar ou consumir a crucial para explicar a diferença de patrimônio dos capitalistas e dos “outros”. A Escola Austríaca não divulga ciência, mas sim uma ideologia em defesa do capitalismo, isto é, conservadora do *status quo*.

A Escola Austríaca sempre rejeitou a suposição implícita do raciocínio keynesiano de a aquisição de mercadorias contribuir para empregar trabalhadores. Pelo contrário, afirma: comprar mercadorias não significa empregar mais o fator de produção trabalho. Aumentos

na demanda por bens de consumo, pela *queda da poupança*, podem até mesmo fazer diminuir o número de pessoas empregadas.

Para os austríacos, a *poupança* não é um mero registro contábil *ex-post* da diferença entre fluxo de renda e fluxo de consumo no fim-de-período – assim seria simplesmente *entesouramento* –, mas é um conceito-chave. É determinada pelas preferências intertemporais. A taxa de juros determina quanto vai ser consumido hoje e quanto de consumo será postergado para o futuro, ou seja, poupado hoje.

Se a demanda por bens de consumo aumenta, quando a capacidade da economia de produzir é limitada por sua base de capital, esse aumento na preferência por consumo no presente provocará a queda da poupança. Diminuirá sua canalização para investimento, ou seja, a produção de bens de capital com emprego de força de trabalho.

Esse aumento no consumismo pode se dar ou por políticas de estímulo à demanda por bens de consumo ou por diminuição no desejo de poupar por parte dos agentes econômicos. No caso keynesiano, ocorre pelo primeiro motivo, por exemplo, por causa de crédito ao consumidor. No caso austríaco, seria pelo segundo motivo: preferência intertemporal, devido ao desincentivo a poupar por conta de juros baixos.

Como consequência, o desvio da produção de bens de capital para a produção de bens de consumo vai diminuir a taxa de crescimento global da economia. Isto porque, alternativamente, o crescimento do capital produziria impactos maiores sobre a capacidade de crescimento em comparação com o aumento do consumo.

Esse movimento para mais consumo e menos investimento tem um *efeito imediato* sobre a acumulação de capital, mas também um *efeito de longo prazo*. A economia ficará restrita em sua capacidade de acumular capital por meio do próprio crescimento do produto.

Logo, o aumento na demanda por bens de consumo diminui a oferta de poupança e daí provocará queda equivalente na geração de capital. Com o passar do tempo, esse nível mais baixo de investimento reduzirá a capacidade de produzir, tanto mercadorias

como capital, restringindo novamente o crescimento do capital no longo prazo.

Nessa visão "austríaca", preocupada em não destacar o lado da demanda, não é a compra de bens e serviços a geradora de emprego, mas sim a sua produção, isto é, sua oferta. Segue a Lei de Say.

Ora, a relação entre a demanda agregada e a oferta agregada está na sequência temporal do raciocínio keynesiano: aumento do consumo – esgotamento dos estoques – encomenda de produtos – preenchimento da capacidade produtiva – decisões de investimento.

São três subperíodos:

1. *período do mercado* (uso dos estoques);
2. *período da produção* (utilização da capacidade produtiva);
3. *período de investimento* (expansão da capacidade produtiva).

Na verdade, a visão da Escola Austríaca não se afasta da tradição da Teoria Neoclássica dos Fundos de Empréstimos, onde a poupança e o investimento agregados se equilibram por meio da taxa de juros. Baseia-se na Lei de Say, vigente no pensamento pré-keynesiano, para a qual não importa se a renda é poupada ou gasta, pois o que é produzido é vendido de acordo com a renda gerada, se não usada para o consumo, então, poupada ("guardada" ou "canalizada") para o investimento.

A oferta de poupança seria um *fenômeno real*, dependente da *parcimônia* e do desejo de consumo futuro dos indivíduos. A demanda de capital, por sua vez, seria função da virtude da *ganância*, justificativa também para a adoção de inovação tecnológica com a finalidade de aumentar a produtividade.

Sua Doutrina da Poupança Forçada afirma, caso ocorra um aumento da oferta de crédito, o gasto de investimento será superior à poupança. A demanda agregada monetizada se tornará superior à dada oferta agregada física. Com isso, aumentará o nível geral dos preços.

Cairá então o salário real e, por causa do menor poder aquisitivo, haverá menor consumo. Ao fim e ao cabo, aumentará,

dessa maneira forçada, a poupança, de modo a equilibrar com o gasto de investimento realizado anteriormente.

A *pergunta-chave da visão keynesiana* é: como o juro não é fenómeno monetário, se ele é pagamento devido a empréstimo? Por qual razão a poupança seria antecedente (prévia) ao investimento, se este é financiado, de fato, por crédito? Ele multiplica a renda, cuja parte não consumida é a poupança (*ex-post*), mero resíduo contábil.

O raciocínio keynesiano é a oferta de fundos (poupança) e a demanda de fundos (investimento) não serem *independentes*, mas sim *interdependentes* em uma cadeia lógica de acontecimentos: investimento potencial – demanda por crédito – investimento efetivo – multiplicação de renda – renda superior ao consumo – registro dessa poupança residual nas Contas Nacionais.

Confira o quadro-síntese abaixo com as visões polares.

10 MANDAMENTOS	ESCOLA AUSTRIACA	MARXISTAS/KEYNESIANOS
PROPRIEDADE PRIVADA	Privatização do Estado	Regulação ou Estatização
DINHEIRO	Moeda-mercadoria neutra para escambo	Criatura do Estado nacional
VALOR ECONÔMICO	Gerado por desejos individuais	Mais-valia é gerada pela remuneração da força de trabalho abaixo do valor de mercado do produzido
METODOLOGIA	Individualismo Metodológico	Holismo Metodológico
TAXA DE JURO	Remuneração exigida para a poupança	Remuneração do custo de oportunidade pela concessão do usufruto
POUPANÇA	Escolha livre e voluntária entre consumismo ou investimentos financeiros	Maioria sem condições de poupar nenhuma sobra de renda
TAMANHO DO GOVERNO	Limitado apenas à proteção dos direitos básicos de cada cidadão	Modelo de parceria público-privada em favor da comunidade

CRESCIMENTO ECONÔMICO	Contratos privados, concorrência nos mercados e instituições privadas livres o possibilitam	Déficits orçamentários do governo são necessários para estimular a economia e ofertar bens públicos: educação, ciência e infraestrutura
CICLO ECONÔMICO	Redução artificial dos juros provoca descoordenação na economia	Pessimismo entre os empreendedores leva à demanda efetiva insuficiente
COMBATE ÀS RECESSÕES	Jamais fazer, pois são etapa essencial do ciclo econômico para purgar empresas não competitivas	O <i>laissez-faire</i> é inação, logo fracassa e deve ser substituído por políticas contracíclicas de ativismo da demanda

Teoria Financeira de Michał Kalecki

Michał Kalecki usou a distinção de Rudolf Hilferding entre capitalistas atuantes no setor monopolista da economia e capitalistas operadores em mercados competitivos para mostrar *o problema da complexidade do sistema financeiro*. Longe de chegar a um resultado estável, resultaria em a instabilidade ser inerente em todo o sistema capitalista financeiro, como também demonstrou Minsky mais adiante.

Depois, inclusive seguido por Josef Steindl, o economista polonês argumentou os monopolistas operarem com excesso de capacidade produtiva e de reservas de depósitos bancários. O excesso de capacidade ociosa desencorajaria o investimento.

Novos empréstimos para investimento seriam tomados somente por *capitalistas competitivos e/ou inovadores*. A posição competitiva mais fraca, em seus mercados, significaria os lucros e os depósitos bancários resultantes de seus empréstimos e investimentos serem, em boa parte, abarcados por *capitalistas monopolistas*.

Isso faria os balanços patrimoniais do sistema bancário corporativo se deteriorarem em qualidade. Os passivos, lastreados em ativos representados por empréstimos concedidos aos *capitalistas competitivos* com maior dificuldade em pagar suas dívidas, se acumulariam para os *capitalistas monopolistas*.

Na visão de Keynes, o empreendimento capitalista é determinado pela taxa de juros dos títulos de longo prazo, ou seja, pelas condições de financiamento em longo prazo dos capitalistas. Essa relação entre a taxa de juros de longo prazo e a acumulação de capital se rompe, periodicamente, devido a mudanças nas expectativas dos capitalistas quanto aos lucros futuros.

Mas as diferenças entre os capitalistas, quanto a seus financiamentos, não foram realmente examinadas por ele. Isto embora Keynes, provavelmente, estivesse ciente do acesso diferenciado dos capitalistas ao financiamento em longo prazo.

Em algumas circunstâncias, os mercados de crédito se congelam diante da relutância dos capitalistas em usar o crédito privado para expandir a capacidade produtiva. Cabe então os empréstimos subsidiados direcionados por bancos públicos, para uma *taxa de retorno alavancada* em um projeto de infraestrutura, serem usados para fazer o crédito circular na economia.

Jan Toporowski distingue a teoria monetária de Michal Kalecki. O investimento, ou seja, o processo de acumulação de capital, é articulado com essa teoria.

Em primeiro lugar, Kalecki enfatizou a prioridade dada pelas empresas ao autofinanciamento do investimento a partir dos lucros retidos. Além disso, também argumentou os gastos com investimentos gerarem lucros acumulados nos depósitos bancários das contas dos capitalistas.

Esta é uma *abordagem do circuito macroeconômico* pelo qual os empréstimos bancários resultam em depósitos bancários. Pode ser contrastado com o circuito puramente bancário, implícito na identidade do balanço em partidas dobradas. Nesta, um empréstimo bancário é um depósito bancário a aguardar utilização apenas como meio de pagamento – e não como *funding* para novos empréstimos.

No Fundo Rotativo de Finanças, citado por Keynes, os empréstimos bancários retornam a bancos não como novos depósitos, mas sim como pagamentos (juros e amortizações) de empréstimos.

Se o investimento está ocorrendo a uma taxa constante, o financiamento (ou os compromissos de financiamento) necessários pode ser fornecido por um *fundo rotativo de valor* mais ou menos constante. Em geral, um empresário tem seu *financiamento reabastecido*, ou melhor, *refinanciado* para um investimento projetado, logo quando um se esgota com o pagamento da última parcela do financiamento de acordo com o compromisso contratual.

Os mesmos dois mecanismos articulam lucros retidos com empréstimos bancários para investimento. Então, investimento resulta em lucros, através de um circuito 'macroeconômico' – e esta *abordagem sistêmica* também pode ser encontrada em Minsky.

A *abordagem do circuito macroeconômico* é descendente da teoria monetária alemã/austriaca de Hilferding e Schumpeter. Abandona a ideia restrita do 'meio de troca', dentro da análise do mercado monetário, realizada por Alfred Marshall, a partir da qual Keynes construiu sua teoria.

Essa teoria monetária austriaca, como visto, envolve um complexo de doutrinas e metodologias concorrentes. Inclui, por exemplo, uma corrente austriaca, associada ao trabalho de Mises e Hayek. Ela defendeu a conversibilidade com o ouro ser um regulador do dinheiro e do crédito.

Os teóricos da *abordagem sistêmica* absorveram a proposição (aparentemente paradoxal) de *os empréstimos criarem depósitos, e não o contrário*, como propunha a teoria convencional do intermediário de crédito. O balanço patrimonial do sistema bancário não é determinado pelos depósitos realizados nos bancos, mas pelos empréstimos concedidos pelos bancos aos seus clientes.

Estes aparecem então como depósitos adicionais de clientes dos quais os mutuários compram bens, serviços e ativos com os empréstimos recebidos dos mutuantes bancários.

Quanto à teoria monetária de Kalecki, a primeira influência recebida foi do livro *O Capital Financeiro* de autoria de Rudolf Hilferding. Este trabalho de 1910 destaca o papel dos bancos no processo de regulação das Finanças Corporativas e gestão dos mercados. No jargão marxista, trata-se da "concentração e centralização do capital" pelos bancos.

No entanto, Hilferding não considerou o Princípio do Refluxo Bancário. Este fundamenta os *processos de endogeneidade monetária*.

Kalecki parece ter resolvido isso sozinho ao desenvolver suas ideias sobre liquidez corporativa e investimento ao longo do ciclo de negócios. Argumentou a *política de crédito* por si só não reviver a atividade empresarial, deprimida pela demanda inadequada na economia.

Mais barato e mais facilmente disponível são os *empréstimos de liquidez*, concedidos aos bancos. São devido a uma oferta de crédito mais liberal por parte do Banco Central ao atuar como *emprestador em última instância*.

Seriam contraídos para substituir os empréstimos comerciais inadimplentes e os recursos interbancários mais caros. Novos créditos seriam usados para pagar os antigos e, nessa rolagem de dívidas, os credores acabariam por devolver seus créditos amortizados aos bancos, fechando assim o círculo.

Sob o contexto da Grande Depressão da década de 1930, Kalecki adotou uma visão mais cética da *política de crédito*. Enfatizava a decisão de gastos da empresa capitalista como o *momento-chave na mobilização de crédito*, em vez da oferta de empréstimo por banco.

Esse princípio fundamenta o Princípio do Risco Crescente. Foi transformado no cerne de sua Teoria da Firma. Integra sua análise de Finanças Corporativas com sua Teoria dos Determinantes de Investimento.

As três ideias-chaves de Michal Kalecki (1889-1970) a respeito dos *determinantes do investimento* são:

1. *acumulação interna de capital das firmas*: a "poupança bruta" (depreciação e lucros retidos para autofinanciamento) se soma ao "dinheiro vindo de fora", propiciando alavancagem financeira a partir da capitalização com subscrição de ações;
2. *lucros esperados*, de acordo com o ritmo de vendas, considerados em relação ao valor do novo capital em equipamento, sendo contrapostos pela *ociosidade da*

capacidade produtiva ao afetar de modo adverso as decisões de investimento;

3. juros em longo prazo não apresentam flutuações cíclicas nítidas, mas *inovações* com ajustes graduais do equipamento de uma firma ao estado atual da tecnologia e *fatores demográficos* são estimulantes do desenvolvimento em longo prazo.

Kalecki, em 1943, durante a II Guerra Mundial, apresentou três *aspectos políticos do pleno emprego*:

1. sob regime de pleno emprego permanente, a demissão deixaria de desempenhar seu papel-chave: ser “medida disciplinar” preventiva contra trabalhadores organizados por sindicatos;
2. a reação fascista se dá contra o poder de qualquer partido de origem trabalhista: empresários fazem essa opção mesmo se perderem lucros – daí *o papel do nazifascismo*, em economia armamentista de guerra, para remover qualquer maior poder de barganha sindicalista com o pleno emprego;
3. se setor de bens intermediários já utilizar toda sua capacidade produtiva, ele será barreira para setores dependentes de seu fornecimento também alcançarem o pleno emprego, se eles não tiverem capacidade de importação dos bens faltantes.

O elo final no refluxo de empréstimos bancários para depósitos bancários aparece, na obra de Kalecki, sob a forma de sua Teoria dos Lucros. Ele argumentou os gastos das empresas com investimentos retornarem a elas, mais ou menos, dependendo do valor da poupança familiar, do saldo fiscal e dos pagamentos das contas de capital e comércio exterior, como lucros.

Se alguns capitalistas aumentam seus investimentos, usando para esse fim suas *reservas líquidas*, os lucros de outros capitalistas aumentarão proporcionalmente. Assim, aquelas reservas líquidas passarão para a posse destes últimos.

Se o investimento adicional for financiado por crédito bancário, o gasto dos valores em questão propiciará quantidades iguais de lucros economizados. Isto caso sejam acumulados como depósitos bancários.

O dinheiro é intrínseco à Teoria dos Lucros de Kalecki – assim na visão de Keynes. Isso pode parecer estranho para os teóricos formados ao longo de gerações para considerar a *teoria da distribuição* (a determinação dos lucros) como sendo separada da *teoria monetária*.

Mas a ligação entre eles fica clara no pretexto da disputa de Rosa Luxemburgo com marxistas ortodoxos adeptos da *tese do subconsumo*. Estes se apegam a uma teoria da exploração para lucros.

A maximização dos lucros dos capitalistas é um desejo de obtê-los na forma de dinheiro. Está em plano menos abstrato frente à análise marxista dos lucros na forma de tempo de trabalho (ou mercadorias excedentes) em relação ao pago como salários aos trabalhadores.

Obviamente, a reprodução só pode ser retomada quando a produção do período anterior tiverem realizadas as vendas de seus produtos. São, então, convertidos em dinheiro.

O capital na *forma de dinheiro*, ou seja, na *forma de valor puro*, deve ser sempre o ponto de partida da reprodução em um sistema capitalista. A primeira condição de reprodução para o produtor capitalista é, portanto, vista como uma realização de vendas bem-sucedida das mercadorias produzidas durante o período anterior de produção.

Implícito nisso estava a definição de Kalecki do capitalista não apenas como o *proprietário dos meios de produção*, mas também como o *proprietário do capital monetário*. Ele poderia usá-lo para comprar matérias-primas e trabalho para fins de produção.

Muitos economistas assumem, pelo menos em suas teorias abstratas, um *estado de democracia empresarial*. Nela, qualquer pessoa dotada de capacidade empreendedora poderia obter capital para iniciar um empreendimento comercial.

Essa imagem de, para as atividades do empresário, bastar apenas uma iniciativa particular é, para dizer o mínimo, irrealista. O pré-requisito mais importante para se tornar um empreendedor é a *propriedade do capital inicial*.

Por “capital” Kalecki claramente quis dizer *capital monetário*, em vez de títulos de propriedade de equipamentos produtivos valiosos. A partir dessa passagem, Kalecki passou à implicação chave dessa propriedade do capital monetário para a atividade econômica.

As considerações acima são de grande importância para a Teoria da Determinação do Investimento. Um dos fatores importantes das decisões de investimento é a acumulação de capital das empresas a partir dos lucros correntes, ou seja, *o autofinanciamento*.

A primeira exposição de Kalecki de sua Teoria dos Ciclos Econômicos, originalmente, continha uma seção sobre os mecanismos monetário-financeiros por trás de seu modelo do ciclo econômico, intitulado “O Mercado Monetário”. Mostrava um processo de financiamento do investimento no qual os capitalistas, por serem proprietários do capital-dinheiro, nem precisavam tomar tanto dinheiro emprestado para realizar investimentos.

Eles simplesmente transferiam fundos de suas *contas de reserva* (depósitos a prazo) para suas *contas de pagamento*, ou seja, contas correntes (depósitos à vista). Assim, os ciclos de negócios poderiam ocorrer sem qualquer alteração no tamanho geral do balanço patrimonial do sistema bancário.

O possível de mudar ao longo do ciclo de negócios é a *velocidade de circulação monetária nas contas bancárias de pagamento*.

- Durante um *boom de investimentos*, o dinheiro é transferido de contas de reserva (*inativas*) para contas de pagamento (*ativas*), em uma *alta*, e há um posterior aumento das transferências entre contas de pagamento.
- Durante uma *recessão*, o processo é revertido com o dinheiro sendo transferido de contas de pagamento em reservas e há uma diminuição das transferências entre contas de pagamento.

Desse modo, destaca-se a *liquidez* como uma propriedade distinta do *crédito*. Quando está presente, faz dele *dinheiro*. Quando está ausente, faz dele apenas um *crédito bilateral inerte*. Por serem créditos com risco soberano, distinguem-se os títulos de dívida

pública por possuírem um grau de liquidez muito superior aos dos títulos de dívida direta privada.

Teoria Financeira de Hyman P. Minsky

Minsky seguiu Keynes ao *não* fazer distinção entre capitalistas com acesso ao mercado de capitais e ao de crédito *corporate* em longo prazo e capitalistas sem esse acesso. Neste caso, necessitam apelar para empréstimos direcionados por bancos públicos como substitutos das debêntures para efetivar a circulação industrial.

A análise generalista de Minsky se concentra na expansão dos balanços dos bancos durante um *boom* de investimentos. Supõe o *boom* ser financiado em grande parte por empréstimos bancários, especialmente no auge mais especulativo.

Presume, o investimento a cada período gerar aumentos sucessivos da dívida dos capitalistas. Essa acumulação da dívida, eventualmente, causa o colapso do *boom* ou *crash*.

Quando passa a predominar a colocação dos ativos existentes à venda para pagar os compromissos, o *preço de demanda* (valor de mercado) fica abaixo de o *preço de oferta* (custo de construção do novo). Logo, por se tornar mais barato comprar os ativos existentes, as decisões de novos investimentos são suspensas.

O sistema de crédito puro *a la* Wicksell facilita o surgimento de operações de balanço *a la* estilo de Minsky. Nelas, o fluxo de caixa gerado pela produção é elevado pelo fluxo de caixa originário da venda de ativos e da emissão de novos passivos.

A ausência na análise de Minsky é ele realmente não distinguir entre o *financiamento em longo prazo* estável e estabilizador, disponível para grandes empresas capitalistas, e o *financiamento de dívida em curto prazo* ao qual empresas capitalistas menores estão confinadas. Além disso, ele falha em não identificar a *consequência sistêmica* em contrapartida dos depósitos expandidos pelo aumento do endividamento e decorrente multiplicador monetário.

A teoria monetária de Michał Kalecki e a de Hyman P. Minsky são, geralmente, colocadas dentro da *tradição monetária pós-keynesiana*. De acordo com ela, *o dinheiro é um artefato social*.

Portanto, qualquer relato sobre ele, necessariamente, deve ser relativo a *circunstâncias históricas*.

Jan Toporowski não apresenta um relato abrangente de toda a teoria monetária pós-keynesiana, ou da teoria monetária alemã/austriaca, ou mesmo das teorias monetárias de Keynes, Kalecki ou Minsky. Oferece, no entanto, um tratamento bastante sumário dessas teorias, suficiente para o conhecimento básico de Finanças aqui oferecido ao leitor: vou resumi-lo em seguida.

A visão pós-keynesiana deriva do trabalho de John Maynard Keynes, com a importante modificação de *o dinheiro ser considerado endógeno*. É uma visão em desacordo com a visão sustentada por Keynes na *Teoria Geral* (e mesmo em artigos anteriores e posteriores dessa obra), onde o dinheiro e o crédito bancário são ambos definidos pelo Banco Central e, portanto, são *exógenos*, isto é, com sua oferta não resultante das “forças do mercado”.

A *visão da endogeneidade da moeda*, na qual a *demanda por crédito determina sua oferta pelas forças do mercado*, foi recuperada por Nicholas Kaldor e, posteriormente, por pós-keynesianos como Paul Davidson, Basil Moore, Victoria Chick e Sheila Dow em suas conhecidas obras. E, de maneira desconhecida, por minha modesta obra em português...

A Teoria da Endogeneidade Monetária da chamada *corrente horizontalista* (devido à inclinação zero da oferta da moeda em dada taxa de juro) localiza a *agência*. A determinação da oferta pela demanda por dinheiro no sistema bancário envolveria praticamente todos os agentes econômicos participantes dele, seja como bancos, seja como clientes.

A *tradição fundamentalista pós-keynesiana*, diferentemente, restringe-a à disputa no mercado monetário, no qual os bancos comerciais com inovações financeiras confrontam o Banco Central, como fornecedor de dinheiro em última instância. Dada a demanda por dinheiro ser influenciada pelo Banco Central, seja para o manter como reservas, seja para o converter de títulos de dívida, apenas “as sobras” dele são colocadas em circulação.

Muitos autores pós-keynesianos abusam do “argumento de autoridade” ao enfatizar os mecanismos dentro do sistema bancário

capazes de o tornarem responsivo ao chamado por Keynes de “a margem dos tomadores de empréstimos insatisfeitos”. Segundo o guru, essa franja permitiria ao sistema bancário *racionar o crédito por outros meios quantitativos* em lugar do uso da taxa de juros.

A existência desta franja insatisfeita e de uma variabilidade nos padrões de elegibilidade dos mutuários dos bancos, em outros aspectos além da taxa de juro, permitiria ao sistema bancário um meio de influenciar a taxa de juro suplementar a meras alterações no curto prazo da taxa básica de juros pelo Banco Central.

Sob o *ponto de vista fundamentalista*, a Autoridade Monetária não fixa a *taxa bancária* e deixa livremente a quantidade de dinheiro encontrar seu próprio nível em cada banco. Tampouco fixa a *quantidade de dinheiro bancário* e deixa a taxa de juro no mercado interbancário encontrar seu próprio nível. Ela intervém e até certo ponto corrige ambos.

Entre os *pós-keynesianos não fundamentalistas* (Nikolas Kaldor, John Hicks após IS-LM, Basil Moore etc.), *é negada a existência desse controle exógeno absolutista do Banco Central* sobre a quantidade de crédito bancário. Ele é substituído pela noção de o dinheiro bancário ou crédito ser determinado por seus demandantes, caso aceitem pagar a taxa de juros cobrada, e, em consequência, pela incerteza dos investidores diante do retorno na produção para a qual o crédito é necessário. Relaciona-se à expectativa de alavancagem financeira.

Isso é até certo ponto justificado pelo argumento do *Fundo Rotativo de Finanças*, apresentado por Keynes. O dinheiro emprestado pelos bancos para investimento torna-se disponível à rede bancária para empréstimo, recorrentemente, de modo a sucessivas parcelas de investimento poderem ser realizadas sem a necessidade de expandir a emissão original de moeda pela Autoridade Monetária.

Essa “visão horizontalista” se distingue da interpretação de *Teoria dos Fundos Empréstáveis* mais (+) *incerteza*, atribuída à corrente pós-keynesiana fundamentalista como sendo a relação entre crédito e investimento. Nela se incorpora o *empréstimo passivo*, visto por Jan Kregel na teoria de Kalecki por essa assumir sempre os capitalistas individuais estarem inclinados a gastar além de suas restrições orçamentárias para investir. O sistema financeiro

propiciaria a criação dos montantes apropriados de créditos bancários comerciais.

No caso de Minsky, a ligação com a teoria monetária alemã/austríaca ocorreu por seu orientador da tese de doutorado ser o economista e cientista político austríaco, Joseph Schumpeter, antes de sua morte, em 1950, com 66 anos. Essa tese foi uma crítica ao Princípio do Acelerador como determinante do ciclo de negócios. Contrapunha este depender, crucialmente, do endividamento das firmas capitalistas.

Na verdade, tanto Kalecki quanto Minsky se inspiraram nas discussões alemãs/austríacas, ocorridas durante o primeiro terço do século XX. Isso os levou à conclusão:

1. o gasto dos capitalistas determina a circulação de dinheiro na economia, e
2. a política monetária ou de crédito afeta apenas o balanço do sistema bancário.

Esta era uma visão fundamentalmente diferente da realizada por Keynes e outros pós-keynesianos. Estes argumentavam: *a política monetária e/ou o crédito determinam a circulação do dinheiro na economia*, exceto no caso improvável de uma “armadilha de liquidez” – dinheiro farto e barato sem tomada de decisões de investimento, devido à ociosidade da capacidade produtiva –, através de seu impacto sobre os gastos das firmas capitalistas.

No caso de Keynes e dos pós-keynesianos fundamentalistas, tais gastos são assimétricos, pois diminuem a liquidez dos balanços dos bancos, mas não os expandem automaticamente. A maioria dos economistas contemporâneos parece ter esquecido, caso em algum dia tenha aprendido, a conclusão de *os empréstimos criarem depósitos*.

Na versão de Kalecki e (parcialmente) na de Minsky, as despesas de investimento, financiadas por empréstimos, criam seus próprios lucros para as reembolsar. Assim como fazem depósitos monetários com suas rendas no sistema bancário.

Essa ligação sistêmica entre os gastos dos capitalistas e o crédito bancário forma a conexão teórica comum entre a teoria monetária alemã/austriaca e a moderna Teoria do Circuito Monetário. Será apresentada mais adiante, assim como a Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky aplicada às Finanças Corporativas será examinada no respectivo capítulo.

Nos anos finais de sua vida, Minsky voltou-se para uma reconsideração dos *fundamentos institucionais* de sua análise, situando-os em seu contexto histórico. O *capitalismo financeiro* foi, inicialmente, associado à criação de *trustes e cartéis* para regular os valores dos ativos financeiros.

O grande *crash* de 1929-1933 marcou o fim da Era da Especulação, quando os banqueiros de investimento dominavam os mercados financeiros. Após, o capitalismo evoluiu para chamado por Minsky de *capitalismo de gestão de dinheiro*.

Nele, as pressões financeiras sobre as empresas foram minimizadas, de acordo com o interesse da *gestão corporativa de suas tesourarias*. Os governos passaram a garantir fluxos de caixa estáveis por meio da *gestão da demanda agregada*.

Isso, por sua vez, gerou sua própria trajetória por meio do surgimento de *fundos de pensões* fechados (patrocinados pelas empresas aos seus empregados) e abertos (a quaisquer investidores), além dos *fundos mútuos de investimentos*. Um fundo mútuo reúne dinheiro de muitos investidores para comprar títulos e/ou ações em um fundo de investimento por cotas, gerenciado profissionalmente.

Resultou no *capitalismo gestor de dinheiro*, embora sua predominância não tenha sido datada com tanta precisão quanto a ascensão e a queda do capitalismo financeiro especulativo. Isso restabeleceu o poder dos gestores de fundos e, com a inovação financeira, as possibilidades de *especulação altamente alavancada por empréstimos*.

Na visão de Minsky, tal especulação levou a reduções nos "colchões de segurança". Os Índices de Liquidez passaram a ser monitorados para:

- i) evitar vendas forçadas de ativos ou endividamento forçado,
- ii) manter os valores dos ativos estáveis.

Esse risco colocou a *economia de mercado de capitais* muito mais vulnerável a novamente sofrer uma Grande Crise Financeira (GCF). Se uma estrutura de financiamento comprometesse grande parte dos fluxos de caixa, para a validação da dívida, levaria a um colapso.

No entanto, falta na análise de Minsky, segundo a crítica realizada por Jan Toropowski, uma distinção entre diferentes tipos de empreendimentos capitalistas nas distintas fases pelas quais o capitalismo evoluiu.

Minsky seguiu Kalecki e Keynes ao reafirmar o investimento em capital fixo determinar, em grande parte, a liquidez das empresas capitalistas e sua capacidade de pagar suas dívidas. Porém, essas empresas capazes de investir em qualquer escala significativa são as grandes empresas operadoras nos mercados de ações e títulos de dívida direta em longo prazo.

Ele relevou o fato de, em praticamente todos os países, existir um grande segmento de pequenas e médias empresas. Estas fornecem a maior parte do emprego no setor privado.

A análise de Minsky abstrai esse segmento. Afinal, as pequenas e médias empresas têm acesso relativamente restrito aos mercados de dívida, uma desvantagem competitiva desde o século XIX.

A existência desse segmento corporativo tão importante na produção e no emprego requeria uma *análise sistêmica mais complexa* em face daquela implícita na obra de Minsky. Em seu reducionismo, fora o setor governamental, parece apenas o grande capital operar.

Hyman P. Minsky, entretanto, foi um dos poucos, entre os economistas do século XX, a considerar *como o capitalismo moderno opera como um sistema financeiro complexo*. A gestão do dinheiro, dos financiamentos e dos pagamentos está no comando desse capitalismo, com a instabilidade econômica e a GCF estando iminentes, em quase todos os ciclos, mesmo em períodos de aparente “tranquilidade”.

Por essa razão, os economistas continuam recorrendo à sua obra em *tempos de crise e instabilidade*. São quando as inadequações das Teorias de Equilíbrio do Capitalismo se tornam ainda mais evidentes.

Minsky oferece uma *abordagem de ciclo de negócios*, quando compromissos financeiros e fluxos de caixa envolvem os gastos das empresas, em particular seus investimentos. Aponta as finanças como o fator chave na lucratividade ou rentabilidade patrimonial dos negócios.

Segundo Jan Toropowski, as inconsistências em sua visão sobre, de um lado, o crédito e a elevação da rentabilidade do patrimônio líquido e, de outro, a heterogeneidade das empresas capitalistas, não diminuem sua importância em manter viva a Teoria dos Ciclos de Crédito, durante a segunda metade do século XX, quando *os efeitos reais de crédito e juros* eram considerados de menor importância.

O ressurgimento do interesse por sua obra, após sua morte em 1996, indica tanto a gravidade das GCF, ocorridas posteriormente, quanto a relevância duradoura de sua análise. As interpretações a respeito da obra de Minsky, ao se basearem em apenas um ou outro aspecto parcial de sua teoria, devem ser julgadas de acordo com o quanto elas nos dizem sobre sua compreensão geral do complexo sistema financeiro.

Em alguns casos, de acordo com Toropowski, os intérpretes dizem muito pouco. A ascensão e queda nos valores dos ativos oferecidos em garantias colaterais dos empréstimos é, obviamente, uma característica da crise financeira. Mas, na análise de Minsky, é um *sintoma* – e não uma *causa* da crise.

Ele não foi de forma alguma o primeiro a identificar a associação entre a queda nos preços dos ativos e a crise financeira. Por isso, apelidar o *ponto de virada na especulação financeira* como o “Momento Minsky” é uma homenagem digna ao autor mais significativo, recentemente, na área de Finanças. Foi capaz de pensar fora da estrutura do equilíbrio geral, modelo sem moeda onde todos os problemas desaparecem ou tornam-se triviais.

O elemento geralmente destacado pela maioria dos intérpretes da teoria de Minsky é sua *taxonomia das estruturas de financiamento*. Trata-se de sua noção de posturas financeiras predominantes, quando os balanços são '*protegidos*', '*especulativos*' ou '*Ponzi*', de acordo com a receita dos ativos – formas de manutenção de riqueza – ser ou não capaz de cobrir os compromissos de pagamento de passivos a qualquer momento.

A *fragilidade financeira*, indicada pela relação entre serviço da dívida e rendimentos esperados, consiste na 'deterioração' dessas estruturas de financiamento de '*hedged*' (protegido) para especulativo – e, sequencialmente, de especulativo para refinanciamento '*Ponzi*'.

Mas restringir-se à essa taxonomia trata-se de uma descrição pouco abrangente da teoria de Minsky. São muitas as situações possíveis de dar origem à incidência de tais mudanças de postura financeira, assim como um '*momento Minsky*' pode ser precipitado por fatores alheios à sua teoria, por exemplo, guerra, pandemia, tributação e assim por diante.

A *iliquidez* nos mercados financeiros, por exemplo, pode causar a venda "forçada" de ativos e uma queda nos valores dos ativos e colaterais, de modo as estruturas de financiamento se "deteriorarem". Minsky observou, em seu *Stabilizing an Unstable Economy*, um "*credit crunch*" precipitar a ação do Federal Reserve para disponibilizar liquidez aos mercados e estabilizá-los.

Uma queda subsequente no investimento empresarial deve ser compensada por um déficit fiscal em rápido crescimento. Gasto público se torna um substituto do gasto privado como pregava Keynes.

Uma segunda causa possível da deterioração das estruturas de financiamento é *um erro de política econômica*. Nesse caso, a política do Banco Central (*Big Bank*) é crucial, com o próprio Minsky argumentou: dinheiro apertado e/ou taxas de juros elevadas causam deterioração nas posturas financeiras dos endividados e crises.

Na Era Neoliberal, segundo acusação de alguns seguidores de Minsky, *a liberalização e a desregulamentação financeira 'causaram' a deterioração das estruturas de financiamento*. As dívidas incobráveis

aumentaram como resultado dessa má política de flexibilização dos controles por parte de governo inoperante.

Embora ele considere o “Grande Governo” [*Big Government*] e o “Grande Banco” [*Big Bank*] como partes da *solução para o problema da fragilidade financeira*, este não era um problema criado por eles. De fato, Minsky preocupou-se em mostrar *a instabilidade ser de fato endógena* a um complexo sistema financeiro capitalista. Portanto, *não é fruto de ‘choques’ ou erros de política*.

Como Minsky colocou sucintamente: “o capitalismo é instável porque é um sistema financeiro acumulativo”. O problema é mais *endógeno* em vez de ser *exógeno*, como os monetaristas acreditavam na época dessas observações críticas dele.

Em contraponto, a interpretação mais comum (e equivocada) da teoria de Minsky é a visão de *o risco financeiro ser exógeno* e ser conhecido por “agentes” individuais dotados de expectativas racionais. A política para estabilizar o sistema financeiro provocaria o *risco moral*, isto é, faria os “agentes”, bancos em particular, se comportarem de maneira mais arriscada, expandindo seus empréstimos e, eventualmente, provocando uma GCF.

“A estabilidade é desestabilizante”, alertou Minsky. Mas isso não ocorre porque os ‘agentes’ reduzem seus estoques de ativos líquidos, ou *‘colchões de segurança’*, na crença de o governo e/ou a Autoridade Monetária fornecerem liquidez e taxas de juros mais baixas com a finalidade de evitar qualquer crise futura.

Essa expectativa de recompensa por operações financeiras arriscadas é comumente associado à *redução da aversão ao risco*. Os ‘agentes’ passariam a assumir riscos maiores por acreditarem na intervenção das autoridades para evitar qualquer crise ameaçadora.

Essa visão, na verdade, se refere ao *risco moral*, dentro do modelo nekeynesiano de Joseph Stiglitz – e não pós-keynesiano de Hyman Minsky. Para evitar a *seleção adversa*, argumenta Stiglitz, os bancos fariam *acionamento quantitativo do crédito*.

Há duas falhas nessa interpretação da obra de Minsky, enquadrando-a como pertencente à Economia da Confiança.

Em primeiro lugar, esta visão de 'risco' na economia, devido ao acúmulo de dívida, não é consistente com a *análise de estoque-fluxo*, devido ao aumento do *grau de fragilidade financeira*: serviço do saldo devedor diante do fluxo de renda esperada. A dificuldade de *estabilização de uma economia instável* refere-se à capacidade das empresas de validar dívidas com lucros sempre crescentes.

A segunda falha dos intérpretes de Minsky ocorre quando eles postulam *riscos exógenos*, assumidos por "agentes" maximizadores do lucro, geralmente, bancos. Como ele deixou claro, *esses riscos não são exógenos, mas sim endógenos*. São incorridos por empresas (corporações não financeiras) e não por bancos, mesmo com suas consequências aparecendo nos balanços dos bancos.

É o nível de investimento das empresas não-financeiras, assim como o déficit fiscal do governo e o superávit comercial do país, em relação às estruturas de dívida, herdadas de períodos anteriores, o *determinante do risco*. Em determinado nível do multiplicador de renda, as estruturas de dívida são validadas. Abaixo desse nível, surgem problemas de fluxos insuficientes para saldar os compromissos dos estoques de dívida.

As inconsistências entre as interpretações de Minsky e a teoria inspiradora, obviamente não invalidam os *insights* possíveis de tais interpretações oferecer sobre *as maneiras pelas quais a dívida afeta a dinâmica capitalista*. Mas tornam essas interpretações, segundo Toropowski, um *guia pobre* para entendimento da teoria elaborada por Hyman Minsky.

Ideias Básicas sobre Economia de Endividamento e Economia de Mercado de Capitais

Tentar analisar o capitalismo e deixar de lado bancos, dívidas e dinheiro é como tentar analisar voos de pássaros e ignorar eles terem asas. Boa sorte para os críticos da "financeirização" como ela fosse uma fase perversa, improdutiva e reversível do capitalismo!

Três funções-chave do *sistema bancário* são:

1. *financiar*: expansão da capacidade produtiva, produção (capital de giro), consumo, habitação, compra de ativos baratos para

vender caro (especulação), etc., propiciando aumento da oferta de empregos;

2. *propiciar investimentos financeiros*: de modo a proteger o poder aquisitivo das reservas para substituir renda do trabalho na aposentadoria;
3. *dar acesso ao sistema de pagamentos eletrônicos*: de modo a oferecer segurança e facilidade.

Quatro ideias-chave para o *processo de fusões e aquisições* são:

1. *usar dinheiro de outras pessoas em benefício próprio*: conseguir associados;
2. *abertura de capital*: IPO (Oferta Pública Inicial) de parte minoritária com cotação atribuída por mercado de ações;
3. *ganho do fundador*: venda de participações acionárias, para compartilhamento de lucros ou prejuízos, e gestão;
4. *tomar dinheiro emprestado para fusões e aquisições*: elevação do valor de mercado e enriquecimento pessoal dos sócios-fundadores.

Quatro passos para o *processo de alavancagem financeira* são:

1. posse de capital, por exemplo, R\$ 100.000: compra um terreno;
2. vende o terreno por + ¼ ou R\$ 125.000: obtém rentabilidade patrimonial de 25% em dois anos;
3. alternativamente, emprega os R\$ 100.000 próprios para tomar emprestado R\$ 300.000: compra casa por R\$ 400.000;
4. vende casa por + ¼: R\$ 500.000: obtém rentabilidade sobre o capital próprio de 100% em dois anos, caso juro seja zero, mas basta o novo lucro operacional ser superior, apesar de pagar juros, para ser mais rentável a aposta na tendência firme de alta do preço do ativo, imobiliário no caso.

Quatro ideias-chave para a *capitalização via ações* propiciar *alavancagem financeira* com endividamento bancário:

1. *lançamento de ações*: divisão dos lucros esperados ou prejuízos inesperados sem o risco de ser devedor;
2. *tomada de empréstimos*: para aumentar a escala do negócio e a rentabilidade patrimonial do capital próprio com o uso de capital de terceiros, o devedor assume o risco de:
 - o lucro operacional esperado não se confirmar, e
 - o novo faturamento ficar abaixo das despesas com os juros do crédito contratado;
3. *garantia patrimonial como colateral do empréstimo*: solicitado pelo credor ao devedor para compensar o risco da inadimplência;
4. *volatilidade das cotações dos ativos*: variações do valor das garantias patrimoniais.

Seis razões para títulos de dívida pública terem se tornado o *principal lastro da riqueza financeira*:

1. *pagar soldados* (mercenários estrangeiros), cuja etimologia vem de *soldo* ou *sólido*, uma antiga moeda romana de ouro, criada por Constantino em 309: origem da colocação impositiva de títulos públicos;
2. *economia de guerra*: capacidade de financiar guerras entre as cidades-estados medievais (séculos XIV e XV);
3. *conquista de territórios*: o meio de aumentar a riqueza rural;
4. *endividamento público em lugar de arrecadação fiscal*: para evitar confisco, os cidadãos ricos optaram por emprestar dinheiro para o governo, dominado por eles mesmos, e receber juros;
5. *compensação dos cidadãos ricos com juros e liquidez*: tais títulos de dívida pública podiam ser vendidos a outros cidadãos, em um mercado secundário, caso o rentista necessitasse de dinheiro de imediato;

6. *substituição da moeda conversível em ouro*: os Estados soberanos passaram a vender *títulos do governo não conversíveis*, para reduzir a pressão sobre suas reservas de ouro, quando havia fuga de capitais, oferecendo *risco soberano* em compensação, garantido pela emissão de moeda nacional.

Fronteira Teórica: Circuito Monetário-Financeiro em Sistema Complexo

Podemos usar ideias-chave da Teoria do Circuito Monetário na análise da *complexidade*. O desafio é transformá-la em *simplicidade*.

1. Existe uma hierarquia entre os agentes econômicos no circuito monetário.
2. Toda produção é objeto de um financiamento inicial e de um financiamento final, com o alongamento do perfil da dívida com *funding* de longo prazo.
3. A moeda é, fundamentalmente, uma moeda de crédito endógena, isto é, criada pelas forças do mercado.
4. Há leis macroeconômicas independentes das intenções microeconômicas.

Em uma rede de relacionamentos multipolares a seleção dos nódulos mais influentes em termos de interconexões estabelece uma hierarquia capaz de *transformar complexidade em simplicidade*. O circuito econômico é composto por várias castas de natureza ocupacional, onde cada qual tem uma função determinada por interesses conflitantes ou competitivos com os das demais.

Em nível mais abstrato, a Teoria do Circuito distingue as empresas não-financeiras (PJ – Pessoas Jurídicas), as famílias (PF – Pessoas Físicas) e os bancos (IF – Instituições Financeiras). Pode-se ajuntar o Estado e o Exterior, como neste manual de Finanças, sem comprometer, em termos metodológicos, o raciocínio básico, estilizado.

Diferentemente da hierarquia de mercados, quando os indivíduos tomam suas decisões de alocação *a la laissez-faire*, hipótese adotada nos modelos da síntese neoclássica, dentro do

circuito monetário-financeiro há uma *hierarquia de ações*, baseada em funções.

O sistema financeiro possui três funções básicas:

1. oferecer oportunidades de investimentos rentáveis, seguros e líquidos (gestão do dinheiro);
2. oferecer empréstimos (financiamento);
3. oferecer um sistema de pagamentos, tanto no atacado, quanto no varejo.

As *empresas não-financeiras* são responsáveis pelas decisões de produção. Suas antecipações, em relação à expectativa de demanda efetiva, deslançam o processo produtivo.

O *sistema bancário*, inclusive o Banco Central e os clientes classificados equivocadamente como “público não-bancário”, gera o crédito monetário necessário à produção. Os bancos têm o papel de repartir o poder de compra responsável por começar o processo produtivo.

O papel das *famílias* é duplo. De uma parte, as Pessoas Físicas fornecem a mão de obra exigida pela produção. De outra parte, elas justificam (ou não) as antecipações e as decisões das empresas através da utilização feita da renda previamente lhes distribuídas: uma parcela é consumida, outra investida no mercado financeiro.

As diferentes castas de natureza ocupacional possuem poderes distintos.

Os empreendedores da *casta dos mercadores* decidem a demanda efetiva e, então, o emprego e as rendas a serem ofertadas às *castas dos trabalhadores e dos sábios-universitários*.

A *subcasta dos mercadores financistas* tem certo poder sobre a taxa de juros, exigida como remuneração dos empréstimos, assim como sobre as condições de escolha para os adiantamentos bancários, ou seja, a avaliação do perfil de risco dos clientes. Eles aprovam somente os projetos aparentemente rentáveis e seguros, porque são depositários de recursos de terceiros, e fiscalizados pelo Banco Central.

A *casta dos trabalhadores organizados*, por intermédio de seus sindicatos, tem um certo poder sobre o salário nominal. Ela luta pelo salário nominal, mas não consegue manter o salário real.

O poder aquisitivo depende de preços fixados pela *casta dos mercadores*. Com os custos conhecidos, eles acrescentam uma margem de lucro.

Os *fluxos monetários do circuito* são hierarquizados.

As empresas não-financeiras não podem produzir sem acesso aos adiantamentos monetários dos bancos.

As famílias não podem gastar sem as firmas decidirem produzir e pagar suas rendas salariais.

As empresas não podem reembolsar os bancos caso as famílias não façam dispêndio de pelo menos parte das rendas recebidas, seja pelo consumo, seja pela aquisição de títulos financeiros, isto é, passivos de empréstimos.

Os bancos não podem emprestar senão se as firmas decidem a produzir, mesmo no caso de crédito direto ao consumidor. Este repousa com efeito sobre a antecipação da renda futura pela família dependente das decisões de emprego do grupo de empresas.

As famílias, caso não tenham acumulado riqueza financeira ou herdado bens patrimoniais rentáveis, não possuem autonomia de decisões.

Dentro do Circuito Monetário-Financeiro, o financiamento da produção se faz em dois tempos. No início, antes da firma depositar em conta corrente os salários ou pagar suas matérias primas, ela deve dispor de uma fonte de financiamento: os adiantamentos dos bancos para capital de giro.

A moeda é adiantada, então, antes da troca de bens. Ela é integrada à economia quando a empresa deve remunerar as famílias ao longo do processo de produção.

Neste sentido, a economia monetária da produção é também um *sistema de pagamentos*. A produção requer o financiamento preliminar pelo crédito em curto prazo.

Na sequência do circuito monetário-financeiro, a empresa vai recuperar uma parte das rendas pagas, seja em *despesas de investimento*, para outras empresas, seja em *despesas de consumo*, com aquisição de seus bens e serviços por consumidores, ou mesmo pela captação das aplicações financeiras das famílias. Esse alongamento do perfil da dívida inicial propicia o financiamento final ou definitivo (*funding*), seja por empréstimos em longo prazo, seja pelo lançamento de títulos de dívida direta como debêntures no mercado de capitais.

As *despesas de produção correntes*, dentro de um circuito sem crise, serão, assim, inteiramente absorvidas. Quanto às *despesas de investimento*, uma parte será financiada pelos lucros retidos nas firmas, outra parte virá das aplicações captadas das famílias e investidores institucionais (fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras etc.), por exemplo, via emissão pelas empresas de ações e debêntures em lançamentos primários no mercado de capitais.

O resíduo virá de empréstimos em médio ou longo prazo dos bancos. Os seguidores do *individualismo metodológico*, como os próprios banqueiros, o veem apenas no exercício do papel neutro de intermediários financeiros.

Nessa ótica não-sistêmica, eles fariam a intermediação com base no entesouramento feito pelas famílias sob forma de depósitos bancários (a prazo ou de poupança) remunerados. Estes depósitos induzidos resultariam dos depósitos iniciais em contas correntes provenientes do financiamento inicial das empresas, concedido por adiantamentos bancários.

O nível de atividades e, conseqüentemente, o nível de emprego, ambos são determinados por decisões dos empreendedores. São restritos pela capacidade de empresas tomarem o financiamento inicial dos bancos, dado o grau de endividamento, de acordo com o *princípio do risco crescente*.

O ritmo de vendas e o grau de ociosidade da capacidade produtiva, além de inovações tecnológicas na produção ou em novos produtos, são também determinantes de seus investimentos.

Em síntese, há cinco fases no período da produção de acordo com a *estilização do circuito monetário-financeiro*:

1. as empresas decidem o nível e a composição da produção e obtém os créditos bancários demandados (*financiamento inicial*);
2. as famílias são remuneradas por seu emprego na produção;
3. os bens são produzidos;
4. as firmas e as famílias trocam (vendem ou compram) os bens finais;
5. chega o tempo do acerto das contas de débitos e de créditos ou *o refinanciamento final*.

Na última etapa do pagamento dos empréstimos, o financiamento é, geralmente, reembolsado ou amortizado. A empresa antes devedora pode ter, então, acesso a novos adiantamentos do sistema bancário, para colocar em marcha novo período de produção.

Pode surgir um *fundo rotativo* constituído de dívidas anteriormente não pagas, então, refinanciadas. O estoque de capital líquido é contrapartida da dívida global das empresas. O estoque de moeda creditícia existente depende da taxa pela qual ela é, correntemente, criada e destruída pela amortização dos empréstimos.

A *criação endógena dessa moeda* é a consequência da concessão de crédito bancário para a produção. É fruto da relação entre os bancos e os seus clientes, independentemente da intervenção do Banco Central. É o crédito *ex nihilo* [do nada], propiciado por bancos autorizados pela Autoridade Monetária a captarem recursos de terceiros, essencial para a reprodução periódica do ciclo da produção e sua ampliação.

O *sistema de pagamentos monetários* é parte indissolúvel da economia de mercado pela criação de um fluxo de crédito demandado pelas empresas. Inicialmente, a moeda aparece sob a forma de um *fluxo*. Somente no fim do circuito estilizado a moeda volta a se constituir em *estoque*, ou melhor, um saldo de depósitos à vista no passivo dos bancos.

A massa monetária é, principalmente, a soma através do tempo de saldos monetários não aplicados em juros pelas famílias. O *estoque monetário*, assim medido, indica também a porção de empréstimos bancários, cujas empresas tomadoras decidiram de imediato não reembolsar (amortizar) a fim de conservar uma liquidez disponível.

A criação de crédito ou de moeda endógena não é arbitrária, isto é, dependente de autorização discricionária da Autoridade Monetária à Casa da Moeda, como acontece no caso do papel-moeda. Ela responde às demandas das firmas, atendendo a critérios de rentabilidade e segurança, estabelecidos pelas instituições financeiras.

A criação do fluxo de crédito ou de moeda é limitado. Ela é restrita pelos impulsos de gastos dos empreendedores e suas percepções do nível da demanda efetiva. As modificações da taxa de juros podem modificar, marginalmente, esse estado de confiança dos empreendedores em lucros futuros.

A criação do crédito é também limitada pelas *diversas regras convencionais*, estabelecidas por bancos e impostas às empresas não-financeiras: grau de endividamento tolerado, taxas de crescimento dos empréstimos, taxas de rentabilidade antecipadas, taxa de rentabilidade histórica, diversas taxas de liquidez, solvência, garantia, histórico de perda com clientes similares para avaliar risco de perda etc.

O fato de a oferta de moeda ser endógena não significa, necessariamente, as empresas obterem todo o crédito desejado. Permanece certa faixa de demandantes de empréstimos insatisfeita. Vista do lado dos banqueiros, compõe-se dos potenciais devedores não capazes de responder às normas fixadas pelas convenções estabelecidas.

O sistema bancário não pode jamais criar crédito além do reclamado pelo sistema produtivo. Mas ele pode criar menos.

Logo, não há oferta efetiva de moeda sem demanda, mas há demanda por moeda sem ser atendida. Produção de moeda é *sob encomenda*, caso seja atendida.

Quanto ao saldo monetário (estoque de moeda), sob o ponto de vista desse circuito monetário-financeiro, em um sistema complexo, seu papel não é essencial. Acumular moeda sob forma de depósitos à vista, quando é uma decisão por parte de algumas famílias com preferência pela liquidez, não importa para o circuito monetário bancário.

Apenas em um período excepcional de “armadilha de liquidez”, quando uma convenção de preferência pela liquidez absoluta é generalizada entre os agentes econômicos, os encaixes monetários refletem um desequilíbrio entre as despesas (demanda agregada) e os produtos disponíveis (oferta agregada). Nesse caso anormal, em situação de depressão profunda, não há decisões de gastos e de produção por parte das empresas não-financeiras. Daí, não há demanda de crédito e o circuito monetário se encolhe.

Outra ideia-chave da Teoria do Circuito Monetário, aplicada na análise da complexidade, diz respeito à ênfase colocada sobre *a existência de leis puramente macroeconômicas*. Há relações estruturais ou interconexões emergentes de modo independente dos comportamentos microeconômicos dos agentes.

A questão central, nessa análise, é verificar a complementação da circulação monetário-financeira na economia componente desse sistema complexo. Trata das condições nas quais as firmas podem ou não reembolsar os bancos, via amortização dos empréstimos.

As consequências dessa identidade, relacionada à hipótese da moeda de crédito endógena, são muito importantes. De início, constata-se, em uma consolidação da Matriz de Patrimônio Financeiro, os déficits financeiros das empresas, quer ocorra quando os mercados se esvaziarem de bens e serviços, quer ocorra pelo acúmulo involuntário de estoques não vendidos, podem ser compensados por aqueles superávits das famílias intermediados pelo sistema financeiro.

Isso depende da concessão de um novo financiamento inicial, porque a produção de qualquer bem requer um fluxo de crédito para a alavancagem financeira a tornar maior e mais rentável. Esse novo fluxo é criado pelos bancos, a partir da determinação da taxa de juros pelo sistema bancário, inclusive o Banco Central.

A Autoridade Monetária pode ou não levar em conta sua relação com o Tesouro Nacional, responsável pelo lançamento primário de títulos de dívida pública carregados por Fundos de Investimentos Financeiros, destino de muitas aplicações das Pessoas Físicas. Estes carregam também ações. Em seus portfólios pode ter debêntures (títulos de dívida direta das empresas não-financeiras) e Letras Financeiras (títulos de dívida bancárias).

Tomando essa estilização do circuito monetário-financeiro como fio-condutor da análise da complexidade espelhada no sistema financeiro nacional, vou dimensionar em seguida as principais interconexões entre Pessoa Física, Pessoa Jurídica, Governo e Bancos em atividade no País, em situação de abertura externa para o resto do mundo. Minha preocupação maior será ponderar o peso de cada um desses principais nódulos das redes de relacionamentos entre múltiplos componentes.

Capítulo 3. Finanças Pessoais

Finanças Pessoais são definidas como o planejamento consciente por parte dos indivíduos de gastos, eventuais endividamentos e investimentos financeiros. Considera também a possibilidade de risco quanto ao resultado futuro.

Além cálculo dos gastos correntes mensais com aluguel, alimentação, transporte etc., é necessário de avaliar os meios de pagamentos de educação, do financiamento de bens duráveis, como automóveis e imóveis, da aquisição de seguros, seja planos de saúde, seja de propriedade como veículos e residência. Essencial é executar o investimento financeiro planejado, em longo prazo, com vista a manter o padrão de vida durante a aposentadoria.

Os conceitos convencionais em Finanças Pessoais se referem, após o recebimento de *fluxo de renda*, às decisões entre gastos ou poupança planejada em investimentos para acumulação de *estoque de riqueza e proteção econômico-financeira futura*. Além da escolha de portfólio, contemplam os pagamentos contratuais de empréstimos ou obrigações de dívida.

Elas envolvem a necessidade de Educação Financeira para acompanhar esse planejamento da vida financeira em um Orçamento Doméstico ou Pessoal. Sua execução exige essa Contabilidade Financeira.

Os padrões de Planejamento Financeiro sugerem cada indivíduo tabular um plano de Finanças Pessoais potencialmente seguro após as seguintes etapas:

1. compreensão dos efeitos da gestão de dinheiro por planejamento desde o recebimento da renda até o investimento financeiro;
2. compreensão dos distintos efeitos do crédito na capacidade financeira individual em curto e longo prazo;

3. desenvolvimento de um plano de poupança ou financiamento para grandes aquisições como educação superior, automóvel e moradia, seja à vista, seja a prazo;
4. planejamento de um futuro financeiro com segurança, protegido por estoque de riqueza, diante de um ambiente sujeito à instabilidade econômica;
5. pagamentos de seguros, destacadamente planos de saúde, para garantir proteção contra imprevistos pessoais;
6. entendimento dos produtos financeiros disponíveis para investir;
7. preparação para aposentadoria e/ou despesas em longo prazo.

Como espécie de advertência para um planejamento salutar da vida financeira, nada melhor senão começar este capítulo sobre Finanças Pessoais com o seguinte tópico filosófico. Trata do amor pela sabedoria de viver bem.

Ideias-Guias da Economia da Felicidade

A Economia da Felicidade é o estudo qualitativo e a tentativa de dimensionamento quantitativo da *felicidade*, através da análise da evolução positiva ou negativa do bem-estar social, da qualidade de vida, da satisfação com a vida com base em conceitos correlacionados. Combina a Economia com outras áreas de conhecimento como a Psicologia e a Sociologia.

Trata normalmente de indicadores relacionadas com a felicidade. Eles devem ser maximizados em vez de riqueza, rendimento ou lucro.

Esta é a mensagem relevante, mas Deirdre Nansen McCloskey, professora emérita de Economia e História do Liberalismo na Universidade de Illinois e adepta do Milton Friedman na Escola de Chicago implica com sua *meditação*, tratada por ela de maneira leviana. É algo menor (e superada) no debate *a questão da média da felicidade*.

Mihaly Csikszentmihalyi estudou pessoas felizes e fez sugestões para imitá-las. Ele destacou o “fluxo” [*flow*] como a sensação de envolvimento em tarefa desafiante na qual você é capacitado.

Você esquece o tempo, como acontece quando escreve ou discute com uma paixão envolvente. De fato, ele nunca tentou colocar um número nesse êxtase.

O relevante aqui é a Economia da Felicidade sugerir, por dedução de pesquisa empírica, dinheiro e prestígio ou poder, caso estejam no topo do sistema pessoal de valores, à frente da família e dos amigos, conduzirem a *um modo de vida equivocado*. Quem prioriza o dinheiro, com a ambição de poder consumir todos os bens possíveis, faz escolhas erradas de modo sistemático.

Trazem mais felicidade os *relacionamentos afetivos* com outras pessoas. O sentimento de fazer algo de útil ou o altruísmo (amor ao próximo ou ausência de egoísmo) vem em seguida. De acordo com circunstâncias penosas, isto é, quando as perdemos, verificamos quanto são também cruciais a liberdade e a saúde.

Os *economistas da felicidade* contribuem para afastar a atitude da busca cega de riqueza. Sugerem a substituir pela busca da melhoria das condições de vida reais.

Felicidade se produz com atividades diversas, vida em sociedade com fraternidade, concentração no aqui-e-agora, ter expectativas realistas e bons pensamentos, além de não exagerar na sua busca. A felicidade cotidiana, na realidade diária, se encontra no trabalho criativo e não alienante.

É uma argumentação equivocada tratar a felicidade como uma simples sensação privada, sem uma ligação intrínseca a *viver bem*. Devemos nos preocupar com *a vida boa* – e deixar a felicidade surgir por si mesma em certos momentos.

A dependência social continuada do consumo e do trabalho se deve, sobretudo, ao desaparecimento da discussão pública sobre *a vida boa*. Os *bens básicos* não são apenas os meios, ou as capacidades, para a alcançar. São a própria vida boa.

As capacidades humanas fundamentais se apresentam como *bens primários*. Sua lista inclui:

1. liberdades cívicas e políticas,
2. rendimentos e riquezas suficientes,
3. acesso à administração pública e
4. acesso às bases sociais da dignidade.

A sabedoria refuta os gastos destinados a destacar somente a posição social em termos de riqueza. *Esnobe* é quem demonstra superioridade, arrogância e afetação em relação aos outros.

Os “bens da moda” são desejados porque outros já os possuem. É *inveja infantil* querer ter igual aos outros.

Os “bens esnobes” são desejados porque os outros não os possuem. É *mentalidade juvenil* o desejo de ser diferente, exclusivo, de se “destacar da multidão” pelo gosto peculiar.

Os “bens de consumo de luxo”, facilmente notados, são desejados porque são reconhecidos como caros. Seus consumidores têm uma *mentalidade senil...*

A proteção contra a discriminação com base na raça, sexo, orientação sexual, religião, casta, etnia ou origem nacional é uma lista progressista, mas não é universal como é a dos *bens básicos*. Estes são *universais e indispensáveis*, porque são necessidades tais de modo a qualquer pessoa, caso não os possua, tem perdas ou danos sérios.

A *vida boa* não é totalmente distinta das aspirações da maioria das pessoas em todo o mundo e através do tempo. A Ética – o conjunto de *padrões e valores morais* de um grupo ou indivíduo –, por exemplo, é um bem sobre o qual todos os seres humanos têm algo a expressar.

Esses *bens básicos* constituem um objetivo adequado não apenas para a ação privada individualista como também para a ação política coletiva. Listo-os em seguida.

A *saúde* é não ter impedimento do corpo.

A *segurança* é não sofrer por violência física ou econômica.

A personalidade é ter espaço privado para se assumir.

O respeito pessoal deve ser mútuo, tolerante e com civilidade.

Todos os seres humanos desejam harmonia com a natureza.

A amizade, isto é, o afeto desinteressado, com igualdade e solidariedade, é imprescindível.

Por fim, *lazer* significa atividade criativa em lugar de trabalho alienante.

Previsivelmente Irracional

Dan Ariely publicou, em 2009, o livro *Previsivelmente Irracional: As Forças Ocultas que influenciam as Nossas Decisões*. Aborda várias formas nas quais todos somos irracionais. A disciplina onde se estuda essa matéria chama-se Economia Comportamental ou “Discernimento e Tomada de Decisões” (DTD).

Para uma nova teoria ser, de fato, cientificamente comprovada, o desafio é propor um teste empírico, capaz de a distinguir da teoria convencional – e com implicações em decisões práticas. Inventar um teste assim nem sempre é fácil, mas a ideia básica é a Ciência ser um empreendimento empírico, onde todos os pesquisadores podem ter teorias alternativas, caso encontrem modos empíricos de as testar.

Ariely sempre levantou muitas questões sobre o funcionamento mental e o comportamento das pessoas. Resolveu estudá-los, sistematicamente, quando obteve o conhecimento de a Ciência proporcionar as ferramentas e oportunidades para examinar tudo aquilo achado interessante.

Ele explica, brevemente, o conteúdo temático da Economia Comportamental. Revela como ela difere da Economia convencional.

A Economia Comportamental é um campo relativamente novo. Aborda aspectos simultaneamente psicológicos e econômicos. Ariely não tentou compreender apenas o comportamento humano, mas também o processo das decisões próprias e de outros fatores resultantes nele.

No domínio da Ciência, a suposição sobre a capacidade humana de um *raciocínio perfeito* foi adotada como premissa na Economia convencional. Essa ideia muito básica – *a racionalidade* – é o fundamento das teorias econômicas, previsões e recomendações.

Nesta perspectiva, caso acreditarmos na premissa da racionalidade humana, pensamos como economistas ortodoxos. Compartilharemos com eles, basicamente, as mesmas crenças sobre a natureza humana sobre as quais se assenta a teoria econômica.

Quando Dan Ariely fala do *modelo econômico racional*, refere-se à noção básica da natureza humana, pensada pela maioria dos economistas e das pessoas comuns. Trata-se da ideia simples e convincente de *sermos capazes de tomar decisões certas sozinhos*.

Em contraponto, ele trata da *irracionalidade humana*, ou seja, sua distância diante da perfeição. Reconhecer a nossa incapacidade de sempre tomar as melhores decisões é uma parte importante da busca para compreendermos verdadeiramente nossas limitações cognitivas.

O *déficit cognitivo* caracteriza-se pela dificuldade de aprendizado capaz de limitar a vida de diversas maneiras. É um problema relacionado à capacidade mental de assimilação de informações, o qual leva o indivíduo a ter limitações intelectuais.

Há benefícios práticos em compreender a irracionalidade ou a incapacidade de sempre tomar as melhores decisões para agirmos preventivamente no dia a dia. Há dificuldade em contextualizar diante do ambiente dinâmico em torno de nós e, então, avaliar as opções possíveis.

Não somos apenas irracionais, previsivelmente irracionais segundo argumenta Ariely. Nossa irracionalidade ocorre de modo igual, vez após vez, ou seja, *erramos... e repetimos os mesmos erros!*

O verdadeiro atrito entre a Economia convencional e a Economia Comportamental é, na primeira, a suposição de os agentes econômicos serem racionais e capazes de tomar as melhores decisões, isto é, as indicadas por suas teorias. Pressupõe, na vida

cotidiana, calcularmos o valor de todas as opções possíveis e depois seguirmos o melhor curso de ação.

Se nos enganarmos e cometermos um *ato ilógico*? Nesse caso, a Economia tradicional também apresenta uma salvaguarda. As divinas “forças de mercado” abater-se-iam sobre nós, via *arbitragem* se aproveitariam dos nossos erros – comprando barato de nós para vender mais caro a outros –, e com essa imposição de perdas nos conduziriam ao caminho da retidão e racionalidade.

Com base nestas suposições, desde Adam Smith, várias gerações de economistas pensam ser capazes de deduzir conclusões lógico-rationais a respeito de quase tudo. Dan Ariely mostra sermos bem menos racionais do pressuposto pela economia tradicional.

Nossos comportamentos irracionais não são nem aleatórios nem destituídos de sentido. São sistemáticos e previsíveis. Podem ser interpretados para os evitarmos quando pudermos ter consciência deles.

Ariely apresenta experiências conduzidas ao longo dos anos: *por qual razão fazer experiências?* Porque a vida é complexa e existem forças múltiplas interativas capazes de exercerem simultaneamente a força resultante sobre nós. Essa complexidade dificulta compreender, exatamente, como cada uma delas molda o nosso comportamento.

Se as lições aprendidas em cada experiência se limitassem ao ambiente preciso de um laboratório, o seu valor seria limitado. É preferível pensar nelas como ilustrativas de um *princípio geral*, fornecendo conhecimentos sobre a nossa forma de pensar e de agir, não só no contexto de uma experiência determinada, mas também como uma extrapolação para muitos outros contextos da vida.

Ariely tentou descrever algumas das possíveis implicações possíveis das experiências realizadas. Têm implicações nas Finanças Pessoais, mas também nos negócios e na política pública.

Para as Ciências Sociais terem implicação real, é importante o leitor dedicar algum tempo a pensar na forma como os princípios do comportamento humano identificados nas experiências se aplicam à sua vida. Descobrir *o possível de mudar no seu comportamento*, dada

a nova compreensão da natureza humana, reside o verdadeiro desafio.

Existe uma lição mais importante a retirar de tudo referido no livro de Dan Ariely. A Economia convencional pressupõe:

1. sermos racionais,
2. conhecermos todas as informações pertinentes às decisões tomadas,
3. podermos calcular o valor das diferentes opções analisadas, e
4. estarmos cognitivamente desimpedidos para ponderar as ramificações de cada potencial escolha.

O resultado é a presunção de tomarmos decisões lógicas e sensatas. Mesmo caso tomemos uma decisão errada, de vez em quando, a perspectiva da Economia convencional sugere aprendermos rapidamente com os erros, quer por moto próprio, quer pela ajuda das “forças de mercado”.

Mas, como demonstram os resultados apresentados pela Economia Comportamental, *somos muito menos racionais ao tomarmos decisões*, frente ao pressuposto pela Economia convencional. Os nossos *comportamentos irracionais* não são aleatórios ou erráticos, mas previsíveis e sistemáticos.

Todos nós repetimos constantemente o mesmo tipo de erros, devido ao modo como funciona basicamente o nosso cérebro. Logo, não seria bom alterar os padrões da Economia convencional e afastarmo-nos de sua Psicologia ingênua? Ela não falha muitas vezes nos testes de raciocínio, introspecção e, mais importante ainda, de escrutínio empírico?

Não faria muito mais sentido se a Economia se baseasse na forma *como as pessoas realmente se comportam*, em vez de *como elas deveriam comportar*? Economia oferece garantia de seu receituário levar sempre às “melhores decisões”?

Essa simples ideia é a base da Economia Comportamental. É um campo de estudo emergente e focalizado no conceito (bastante

intuitivo) de as pessoas nem sempre se comportarem racionalmente e muitas vezes se enganarem nas decisões tomadas.

Contrapõe-se aos conceitos da Economia convencional quanto à natureza humana, os quais presumem a nossa capacidade de raciocínio ser ilimitada. Por isso, a ideia-chave da Economia Comportamental é deprimente, porque demonstra como não correspondemos à *autoimagem idealizada* de diversas formas.

Os economistas comportamentais acreditam em as pessoas serem susceptíveis às influências irrelevantes em torno de si, em suas “bolhas” ou “câmeras de eco”, tornando-se mais imbecis com o viés da autoconfirmação, chamado também de Efeitos do Contexto. Dobram-se às emoções irrelevantes, à falta de perspicácia e a outras formas de irracionalidade como as dos “patriotários” – e pior: os “presidiotas”.

Quais as boas novas acompanham este entendimento? Os erros percebidos proporcionam oportunidades para os mentalizar e evitar. Se todos cometemos *erros sistemáticos* nas decisões, então porque não desenvolver novos métodos e estratégias para nos ajudarem a tomar melhores decisões de modo a aumentar nosso bem-estar geral?

Se todos seguirmos decisões informadas e corretas em todos os aspectos, nas nossas Finanças Pessoais, poderemos estar aptos a poupar a quantia necessária para nosso futuro. Mas é custoso nos livrar dos *autoenganos*, por exemplo, a poupança pode não ser muita “por não nos preocuparmos com o futuro”, “porque queremos experimentar a pobreza na velhice”, “porque esperamos os nossos filhos tomarem conta de nós” ou “porque estamos à espera de ganhar a loteria”!

Segundo a Economia convencional, todos os agentes econômicos pouparam a quantia certa de acordo com as suas preferências. No entanto, do ponto de vista da Economia Comportamental, ao não assumir as pessoas serem racionais, a ideia de não poupar o suficiente é perfeitamente razoável e as pesquisas realizadas apontam para inúmeras razões para não o fazer.

As pessoas protelam e têm dificuldade em compreender *o custo real de não poupar*. Igualmente, desconhecem *os benefícios de o fazer*.

Dan Ariely destila uma lição principal de sua pesquisa: *somos todos peões em um jogo cujas forças estamos longe de entender completamente*. Gostamos de nos ver no lugar do condutor (“rei ou rainha” no xadrez), com total controle sobre as nossas decisões e a direção da nossa vida, mas, infelizmente, essa percepção tem mais a ver com os nossos desejos e com a forma como nos desejamos ver, em lugar de como somos, de fato, na realidade.

No seu livro, cada capítulo descreve uma força (as emoções, a relatividade, as normas sociais etc.) influente do nosso comportamento. Essas influências exercem muito poder no comportamento, mas a nossa tendência natural é subestimar muito ou mesmo ignorar esta força.

Elas afetam-nos, não por nos faltarem os conhecimentos e a prática, ou por sermos fracos. Pelo contrário, elas afetam continuamente, tanto especialistas, como principiantes, de forma sistemática e previsível. Os erros consequentes traduzem-se no modo como vivemos a nossa vida ou como trabalhamos de maneira infeliz.

Quando acabamos de compreender e digerir alguma informação recebida, não é pesquisado se ela traduz fielmente a realidade. Será mais uma representação desta, mas, infelizmente, é essa a informação leviana na qual nos baseamos para decidir o suposto melhor para nós.

Apesar da irracionalidade ser comum, isso não implica necessariamente sermos indefesos. Depois de entendermos como e quando tomamos decisões errôneas, podemos tentar ser mais vigilantes.

Força-nos a pensar nelas de maneira diferente ou utilizar a tecnologia de acesso às informações científicas para ultrapassar as nossas falhas humanas. Seria o caso, em especial, de quem acredita no “terraplanismo” ou pratica o “negacionismo científico”...

Finanças Comportamentais

Barbara Friedberg organizou *Personal Finance: An Encyclopedia of Modern Money Management*. Foi publicada em 2015.

Uma Enciclopédia sobre Finanças Pessoais e Gestão de Dinheiro estaria incompleta sem uma discussão sobre Finanças Comportamentais. Esta disciplina relativamente nova, apresentada em 1979 com o trabalho inovador de Daniel Kahneman e Amos Tversky, desafia a crença de o comportamento humano ser racional.

Ao tomar decisões financeiras, o indivíduo está sujeito a *tomadas de decisão irracionais e contraproducentes*. As Finanças Comportamentais identificam essas irracionalidades humanas e alertam para a necessária prevenção não instintiva.

Desde a sua criação, a integração de Finanças e Psicologia iluminou vários exemplos de decisões financeiras deletérias atribuídas a erros mentais psicológicos. A Teoria da Perspectiva descreve como os indivíduos tomam decisões econômico-financeiras, a respeito do *esperado no futuro*, de maneira irracional.

Seria de se esperar acertos e erros produzirem um nível semelhante de emoção, com um sucesso causando uma emoção positiva e um fracasso causando a emoção negativa, igual e oposta. Na verdade, *odiamos perder*, enquanto *apenas gostamos de ganhar*. Sentimos as perdas mais profundamente em vez de sentirmos o mesmo prazer emocional de uma vitória.

Além disso, um elemento da Teoria da Perspectiva (aquilo esperado), o *Enquadramento* ou *Efeito Framing*, afirma a tomada de decisão de um indivíduo ser afetada pela forma como o evento é apresentado, ignorando as evidências objetivas serem as mesmas. O *enquadramento* refere-se ao contexto do evento ou "dependência da forma".

Indivíduos avaliam ganhos e perdas de forma diferente, dependendo de como as escolhas são *explicadas* ou *enquadradas*. Se o mesmo cenário for explicado de duas maneiras, uma em termos de ganhos e outra em termos de perdas, um indivíduo escolheria a primeira.

Por exemplo, um indivíduo racional analisaria receber US\$ 50 da mesma forma vista ao receber US\$ 100 e depois perder US\$ 50. Afinal, o resultado líquido (US\$ 50) seria o mesmo...

No entanto, a Teoria da Perspectiva mostra as perdas serem mais potentes em dano psicológico em lugar das emoções pelas vitórias. Logo, ele se sentirá pior no segundo cenário de receber US\$ 100 e perder US\$ 50 em vez de, no primeiro cenário, ganhar logo US\$ 50.

O *enquadramento* faz uma pessoa ver um salário de US\$ 100.000 por ano como ótimo, até quando ela descobrir seu colega de trabalho estar ganhando US\$ 125.000. Depois de ela descobrir seu colega de trabalho estar ganhando US\$ 25.000 acima do salário dela, ela fica insatisfeita com seu salário e se sente mal paga.

Apesar do salário ter permanecido o mesmo, a forma como os US\$ 100.000 foi mentalmente enquadrada mudou. Dá-se mais importância ao *salário relativo* em lugar do *salário real* com poder de compra adequado ao padrão de vida com bem-estar.

A Teoria da Perspectiva às vezes é chamada de Teoria da Aversão à Perda e explica melhor como um investidor é influenciado por *como um cenário é mentalmente enquadrado*. A aversão à perda, como o próprio nome indica, sugere os investidores odiarem perder dinheiro.

Suponha um investidor receber a mesma escolha de investimento por dois consultores diferentes. O primeiro consultor diz à pessoa um investimento ter rendido 6% nos últimos cinco anos. O segundo assessor afirma o investimento ter gerado retornos acima da média, nos últimos 10 anos, apesar de ter diminuído mais recentemente.

A pesquisa demonstra ser mais provável o investidor investir com o primeiro consultor por ter expressado o retorno em termos positivos (retorno de 6%), em vez de fazer investimento com o segundo consultor. Este expressou o retorno como decrescente.

Em termos simples, os investidores não gostam de falar em perdas e só apreciam falar dos ganhos. *Ninguém conta suas derrotas, só as vitórias, por uma questão de manutenção da autoestima.*

O *enquadramento* anda junto com a Teoria da Perspectiva. Ambas afirmam os indivíduos responderem à mesma informação de maneira diferente, dependendo de como ela é explicada ou enquadrada. Eles geralmente escolhem a opção com a descrição do *cenário em termos menos arriscados*.

O *Instinto de Rebanho* ou *Comportamento de Manada* é encontrado em uma variedade de situações financeiras. *Seguir a multidão* é o comportamento adotado quando os investidores compram ações com bom desempenho, mas após acumular um grande ganho, levando esses recentes investidores a comprar perto do topo.

Essa *Mentalidade de Gado* prejudica os investidores, por exemplo, quando esperam muito para vender, após um grande declínio do mercado. Quando vendem já está próximo do “fundo do poço”.

Esse comportamento coletivo é sempre demonstrado quando muitos especuladores seguem em massa a tendência de alta. Essa “profecia autorrealizável” eleva os preços das ações para níveis estratosféricos diante dos reais fundamentos – até “cair na real”...

A *Contabilidade Mental* leva os indivíduos a tratar o dinheiro de diferentes fontes de maneiras diferentes. Por exemplo, fazem consumismo de supérfluos com o dinheiro recebido em uma devolução de imposto de renda, apesar de gastarem sabiamente com a renda regular de seu contracheque.

Não enxergam essa devolução de imposto, simplesmente, como parte do salário bruto estabelecido no contracheque sendo devolvido por desconto excessivo diante de suas despesas isentas. Do mesmo jeito muitos costumam se comportar com o décimo-terceiro salário.

Ao comprar um carro novo de R\$ 100.000, a Contabilidade Mental pode levar o consumidor a acrescentar um revestimento com pintura bicolor no teto por R\$ 1.000 com a ideia de ser apenas uma pequena porcentagem (1%) do preço total de compra. Habitualmente, esses mil reais seriam um dinheiro a ser alocado para previdência privada, gasto em mantimentos ou aluguel...

O efeito da capacidade ou facilidade de só memorizar os últimos elementos de uma lista de estímulos é encontrada entre os mais jovens. Os idosos vão perdendo a *memória recente* e ficam mais com a *memória sistêmica*, destacando o passado, antes da demência.

Chamada também de *Erro de Previsão* ou *Viés de Memória*, faz os jovens ponderarem eventos recentes com mais peso se comparados à relevância daqueles ocorridos em todo o passado. A amostra de acontecimentos se torna viesada.

Por exemplo, a recente crise das hipotecas *subprime* de 2007-2008 fez os credores bancários se tornarem excessivamente rígidos na emissão de hipotecas nos Estados Unidos. Isso contrasta com os padrões anteriores de hipotecas negligentes, quando colocavam até compradores não qualificados (*subprime*) no mercado imobiliário.

As empresas de empréstimo hipotecário, reagindo exageradamente às execuções hipotecárias, ocorridas em série, desenvolveram padrões de avaliação de risco de empréstimo excessivamente rígidos. Os credores, ao temerem a inadimplência, tornaram extremamente difícil, mesmo para os mutuários mais qualificados em volume de negócios financeiros, obter um empréstimo.

O *Viés de Memória* afeta os indivíduos, bem como as instituições. Considere investidores com medo de investir no mercado de ações após uma queda nas cotações ou potenciais proprietários com medo de comprar uma casa após uma queda nos preços das moradias.

O *Excesso de Confiança* é outro erro apontado pelas Finanças Comportamentais. Os indivíduos superestimam suas próprias crenças ou previsões.

Em uma conhecida pesquisa, 90% dos motoristas na ala hospitalar de acidentados no tráfego se classificaram como motoristas superiores à média. Em termos financeiros, esse *Viés do Otimismo* – considerar-se superior frente os demais seres humanos – influencia os consumidores a tomar decisões financeiras não baseadas em fatos.

Considere os compradores de supermercados. Eles compram apenas itens de marca em vez de genéricos. Esses consumidores leais à marca desconsideram as pesquisas demonstrativas de os produtos genéricos serem geralmente iguais em qualidade aos produtos de marca – e mais baratos.

O *Excesso de Confiança* também leva os especuladores ao *overtrade*, negociando excessivamente e diminuindo assim os retornos de seus investimentos com taxas de corretagem. Muitos compram no *boom*, próximo do auge, vendem depois do *crash*...

O viés heurístico de *Aversão à Perda* descreve aqueles apegados a certos investimentos, apesar do custo de oportunidade. Só vendem as ações ou os “investimentos de paixão” (coleção), após uma firme e longa tendência de queda, quando cessa a vã esperança de o preço se elevar e voltar para o preço da compra original.

A falácia desse pensamento impede o especulador vender logo, se estiver com determinada perda preestabelecida. Trataria de reinvestir os recursos em outro ativo com melhores perspectivas futuras.

Ancoragem significa o valor inicial o especulador nunca esquecer... Tem aversão a assumir, em última análise, ser o responsável pela perda – e a realizar para sair para outra aventura.

Existem muitos exemplos adicionais de erros apontados pelas Finanças Comportamentais. Compreender esse campo analítico fornece ao consumidor-rentista informações para evitar tomar decisões financeiras imprudentes.

Ao compreender os erros sistemáticos de processamento mental ou os comportamentais inúteis e/ou ilógicos, o cidadão pode se tornar tanto um consumidor quanto um poupador melhor.

Vieses Heurísticos levantados pelas Finanças Comportamentais:

Heurística da Afeição: apego em relação àquela ação ou qualquer outra propriedade de coleção e/ou memória afetiva, porque respostas sentimentais a determinado estímulo ocorrem rápida e automaticamente.

Efeito da Dotação: exigir para vender um valor acima do disposto a pagar para comprar o mesmo bem.

Viés do Status Quo: manter as coisas da maneira como estão em oposição aos investidores ansiosos (*daytraders*) com negociação frenética em busca de melhores retornos.

Viés Conservador: guiar-se por aquilo lhes oferecido e comprado, em determinada conjuntura, sem rever essa estratégia ao verificar não ter havido acerto em vista dos resultados.

Viés da Resistência: oposição a realizar qualquer tipo de investimento, dada a complexidade da estressante decisão, preferindo manter o dinheiro inativo na conta corrente, arcando com custo de oportunidade.

Regras de Bolso comuns em tomadas de decisões financeiras diante de Vieses Heurísticos:

Contabilidade Mental: manter contas mentais separadas para cada investimento, face à dificuldade de olhar a carteira de investimentos como um todo.

Regra de Bolso: “não se faz compra com venda de patrimônio”, ou seja, usar somente renda para o consumo é mais aceito pelos investidores em vez de consumir parte do capital acumulado.

Conta de Riqueza: propensão a resgatar aplicações classificadas como de maior liquidez por estar em alta interfere, inconscientemente, na alocação adequada de recursos.

Regra de Bolso: “dinheiro não tem carimbo”, logo, cabe avaliar sua disponibilidade por todos os ângulos, seja em fluxo de renda, seja em estoque de riqueza, e não apenas sob a forma de apresentação da situação em algum momento.

Aversão à Perda: assimetria entre os sentimentos de ganho e perda leva a não sair de “parada perdida”.

Regra de Bolso: preestabelecer percentual de ganho conquistado e de perda tolerada com “*stop-loss*”, ordem para o corretor de valores, vender nesses níveis quando atingidos, transformando renda variável (ganhos/perdas de capital) em renda prefixada.

Medo do Arrependimento: sensação de baixa autoestima por sentir ser o responsável direto pela perda.

Regra de Bolso: “decisões regulares ao longo do tempo”, ou seja, investir todos os meses, independentemente do estado do mercado acionário, seja em alta, seja em baixa.

Mnemônico: Frase com Primeiras Letras para Memorização	
Excesso de Confiança	Compram no <i>boom</i> , próximo do auge, vendem depois do <i>crash</i>
Reação Exagerada	<i>Euforia</i> pela nova Era, <i>pânico</i> na fuga
Representatividade	Conhecimento popular adota <i>regras intuitivas de probabilidade</i>
Ancoragem	<i>Valor inicial</i> a gente nunca esquece...
Disponibilidade	<i>Memória curta e seletiva</i> é a disponível e pressuposta ser a única relevante
Otimismo	Todos os investidores se consideram <i>acima da média</i> ...
Perseverança	<i>Validação Ilusória</i> : “só converso com minha turma”
Similaridade	<i>Semelhança</i> com a verdade não é a verdade, i.é, o Todo dinâmico
Diversificação Ingênua	<i>Preferência pelo familiar</i> e regra 1/n
Aversão à Ambiguidade	Aversão a ser <i>o responsável por perda</i>

Finanças Racionais

As principais teorias financeiras convencionais partem da premissa de racionalidade dos agentes econômicos. Misturam os conceitos de Economia da Moeda e Bancos, Teoria da Avaliação de Ativos para Escolha de Portfólio e Matemática Financeira.

Contabilmente, as Finanças tratam de ativos e passivos registrados em determinado local e ao longo do tempo. Os agentes econômicos realizam uma avaliação de cenários futuros para alocação de ativos no presente e outra avaliação de riscos no caso de endividamento para suportar o portfólio escolhido.

Como há incerteza a respeito dos resultados futuros, emergentes de interações dinâmicas entre múltiplos componentes, é necessário incorporar nessa avaliação *o valor temporal do dinheiro*. Trata-se de determinar o valor presente de valores futuros e para isso é requerida uma taxa de desconto apropriada ao risco ou custo de oportunidade.

Simplificando, há apenas quatro conceitos-chaves em Finanças Racionais para Pessoas Físicas.

Primeiro é o dito *custo de oportunidade*: os custos não devem ser considerados absolutos, mas relativos à segunda melhor oportunidade de benefícios não aproveitada. Quando uma decisão exclui a escolha de outra, deve-se considerar o benefício não aproveitado, decorrente da decisão alternativa, como sendo *o custo de oportunidade*.

A segunda ideia-chave é a do *fluxo de caixa descontado*. A ideia de “tempo é dinheiro” se refere ao fato de certa quantia, se recebida hoje, valer mais em relação à mesma quantia nominal a ser recebida no futuro.

Ela está na raiz do princípio: *os fluxos de caixa futuros devem ser descontados*, para se avaliar o valor atual do investimento – e comparar com as demais alternativas. *Valor Presente* é o valor de um montante do futuro trazido para o momento atual.

O terceiro conceito de conhecimento essencial em Finanças refere-se à *diversificação de riscos*. Qualquer carteira diversificada de investimentos seria mais segura se comparada à totalidade dos recursos disponíveis aplicada em um único ativo selecionado.

Se a *covariância* – correlação entre as variações – entre os vários ativos, na carteira, não for total (100%), o risco total dela difere da simples soma dos riscos de cada ativo, considerado em separado. O portfolio com ativos afetados em direções opostas por eventos futuros é menos arriscado se comparado ao risco de cada ativo particular da carteira.

O retorno da carteira diversificada equivalerá à média ponderada das taxas de retorno de seus componentes individuais.

Sua volatilidade, devido às perdas e aos ganhos compensatórios, será inferior à volatilidade média desses componentes.

Finalmente, só resta conhecer a *hipótese do mercado eficiente*. Este é, hipoteticamente, onde a informação está amplamente disponível para todos – e a baixo custo de acesso.

Como qualquer nova informação vindoura será uma notícia de conteúdo aleatório (*random walk*), mas se pressupõe ela se refletir imediatamente nos preços, os investidores devem esperar o retorno normal do mercado, exceto se correrem um risco maior ao apostar em uma informação otimista. A prudência sugere acompanhar um índice representativo do mercado em vez de tentar o superar por conta própria.

Por questão de sorte, em certos momentos, investidores superarão O Mercado, visto como *sobrenatural* (onipresente, onisciente e onipotente), mas se reduzindo apenas à média ponderada dos resultados obtidos por todos os investidores. Por definição, o desempenho de alguns será melhor face a essa média, enquanto o de outros será pior.

Esse evento não equivale a um gestor de investimentos sempre superar O Mercado, depois do ajuste ao risco, de maneira consistente, ano após ano. *Risco* em mercado financeiro corresponde à volatilidade em relação ao retorno esperado.

Professores de Finanças não enriquecem, segundo a Teoria do Mercado Eficiente, porque ensinam a muita gente as mesmas teorias e dão todas as informações. Logo, quando podem ir ao mercado de capitais, o conhecimento deles já foi utilizado, pois os participantes do mercado compraram antes e estabeleceram as cotações dos ativos.

Essa piada corporativa responde à questão: qual é a diferença entre executivo financeiro e professor de Finanças? *Custo de oportunidade*.

Max Gunther, no seu livro "Axiomas de Zurique" (1992), indica: as *regras para assumir riscos* constituem não apenas uma Filosofia da Especulação, mas também referências para a obtenção de sucesso

financeiro. Em Economia de Mercado de Capitais, como a norte-americana, “enriqueceram muita gente”.

Examiná-las, brevemente, servirá para verificar se essa cartilha do especulador profissional sobre estratégia em mercado de ações colide com as Finanças Racionais e sanciona as Finanças Comportamentais – ou vice-versa.

O especulador profissional contraria o PPC (Programa de Pesquisa Científica) das Finanças Racionais.

Primeiro, *critica à dispersão* (e conseqüente diminuição de escala de cada investimento) necessária à *diversificação de riscos* proposta pela Teoria do Portfólio. Aconselha: “resista à tentação das diversificações”.

Diversificação, vista pela comunidade de especuladores profissionais, significa “espalhar dinheiro”, isto é, colocá-lo em uma porção de pequenas especulações, em vez de em poucas e grandes. A recomendação maior é, ao especular a respeito do retorno esperado, colocar seu dinheiro em alternativas realmente atraentes – e em nenhuma mais –, jamais comprando algo apenas pela necessidade de ter a “carteira diversificada”.

O clichê em Wall Street foi reformulado: “ponha todos os seus ovos no mesmo cesto e tome conta do cesto”! Enfim, é muito mais fácil tomar conta de um, ou poucos cestos, em vez de uma dúzia deles.

O “comprismo” descontrolado é inimigo do especulador: *se ele quiser menos, vai para casa com mais*. Comprar menos para ganhar mais quando tiver sorte!

Segundo, o especulador profissional tem *preferência por ganho de capital rápido*. Seu horizonte de decisões restringe-se ao curto prazo, portanto, também desdenha a comparação entre investimentos com base no *desconto de estimados fluxos de caixa futuros*, isto é, o segundo postulado do PPC das Finanças Racionais.

Para evitar ser dominado pela ganância, sugere: “realize o lucro sempre cedo demais”. O alerta é necessário, porque os “amadores” demoram demais nas paradas – e perdem.

Conseguindo *dominar a ganância via autocontrole*, isto é, sabendo parar mesmo quando está ganhando, o especulador aumenta as chances de ficar rico. *Ganância* significa querer em excesso, querer mais, sempre mais, até perder o controle do seu desejo, ou seja, passar a querer mais além do desejado no começo.

Outras advertências ou dicas de especulador profissional são:

- “não force seu ganho”;
- “não estique sua sorte”;
- “aposte sempre por períodos breves e modestos”;
- “não se deixe dominar pela ganância, quando estiver com o lucro planejado antes, realize-o e caia fora”.

No curso de alguma jogada especulativa, de tempos em tempos, ocorrerão *períodos de ganhos*. Serão breves, não durarão para sempre. E não se pode saber de antemão quanto irá durar qualquer período de ganho. O melhor, portanto, é não ficar esperando lucro em excesso.

O terceiro postulado das Finanças Racionais (a Hipótese do Mercado Eficiente) também é refutado para decisões práticas nos investimentos em ações. O *homo pragmaticus* não se importa com a chegada de *novas informações sobre os fundamentos*, isto é, se o mercado terá a eficiência de sujeitar seus valores a essa âncora.

Desdenha a *análise fundamentalista* como fosse capaz de oferecer previsões certas: “o comportamento do ser humano não é previsível; desconfie de quem afirmar ser conhecedor de qualquer acontecimento do futuro”. *Dado, por definição, é do passado...*

O *conhecimento do futuro* é desesperadamente ambicionado, mas é erro comum ouvir os “profetas da economia”. Os gurus midiáticos ou os *influencers* sabem tanto a respeito do futuro quanto qualquer *homo sapiens*, isto é, quase nada.

O especulador capaz de obter de sucesso não baseia suas jogadas naquilo, supostamente, possível de acontecer. De fato, *ele é reativo de imediato em frente do realmente acontecido*.

Tem de traçar seu projeto especulativo baseado em reações rápidas a eventos vistos, ou seja, acontecendo à sua frente, na hora. O ato de colocar dinheiro em determinada operação especulativa exige *pesquisar, estudar, pensar*. Cada qual é, por si só, uma espécie de previsão pessoal.

Para investir em ações a partir das características e dos fundamentos de uma empresa específica (análise *'bottom-up'*), alguns cuidados são básicos:

- a empresa deve ter *caixa estruturante*, com resultados operacionais positivos;
- a empresa deve apresentar boa lucratividade, ao longo do tempo, e ser boa pagadora de dividendos;
- a empresa deve ter margens acima das obtidas pelas concorrentes do segmento;
- a empresa deve ter endividamento controlado;
- a empresa não deve fazer emissão de ações (*follow-ons* ou ofertas subsequentes), de forma recorrente, para não diluir as participações dos acionistas minoritários.

Mas a aposta especulativa pode não dar certo. Se não estiver a caminho da linha de chegada preestabelecida, após certo tempo, é necessário mudar de rumo, rapidamente.

Quarto, Max Gunther acha ser irrelevante a pesquisa de padrões históricos. Afirma, "*até começar a parecer ordem, o caos não é perigoso*. Quando você acreditar ter enxergado determinado padrão de ordem nos assuntos envolventes de seres humanos, inclusive nos assuntos financeiros, estará correndo risco".

Todo teórico, inclusive a IA (Inteligência Artificial), busca *encontrar algum padrão no meio ao caos*. Na visão pragmática do especulador profissional, o mundo do dinheiro é desordenado, sem nenhum padrão de comportamento, ou seja, um verdadeiro *caos* ao se afastar das condições iniciais sem rumo predeterminado.

Na verdade, quem ficou rico foi porque deu sorte...

A maioria dos “especialistas” não reconhece isso, pois o negócio deles é vender um elixir milagroso: *o conhecimento de um sistema complexo ordenado ou idealizado*. Na realidade, a fórmula de sucesso no passado não tem compromisso em dar certo no presente imerso em um conjunto de circunstâncias financeiras distintas.

Não se pode confiar em nenhuma fórmula ou regra onde se ignora *o papel dominante da sorte*. A verdade é a seguinte: o preço de qualquer ação comprada, visando lucro, subirá se o comprador tiver sorte!

Gestão do Portfólio

A *alocação de ativos*, segundo Friedberg (2015), é amplamente considerada o primeiro passo na *gestão do portfólio de investimentos*. Investir é uma estratégia de gestão de dinheiro para aumentar a riqueza financeira do investidor em longo prazo.

Muitos investidores desejam o maior retorno financeiro de imediato com o mínimo de risco. A *alocação de ativos* é projetada para suavizar a volatilidade do ganho de capital esperado (ou *risco de uma carteira de ativos*), enquanto maximiza o retorno dos investidores em longo prazo com menores perdas e ganhos.

A *diversificação entre as classes de ativos* com movimentos de preços não correlacionados reduziria o risco de uma carteira de investimentos – e junto com isso o retorno. A prudente alocação de ativos visa, quando um componente apresentar baixo desempenho, as outras classes de ativos poderem o compensar para reduzir as perdas e manter estável o valor total da carteira.

Uma *seleção de carteira de ativos* representa a escolha do investidor de diversas classes de ativos, escolhendo as porcentagens distribuídas pelas categorias: renda variável, renda prefixada ou pós-fixada etc. Essa decisão divide o total de recursos para investimento por porcentagem em categorias de investimento específicas com a maioria de menor risco sendo variável por faixas etárias.

Uma *classe de ativos* – formas de manutenção e/ou acumulação de riqueza – refere-se à categorização de ativos financeiros possíveis de ser investimentos com equilíbrio entre

retorno e risco. As classes de ativos mais usadas incluem ações e títulos de dívida pública ou privada.

A seleção da carteira de ativos com *renda variável* (recedora de *dividendos*) pode conter ações individuais, grupos de ações combinadas e/ou investimentos em fundos mútuos de ações. Há muitas categorizações adicionais dentro da ampla categoria de ações.

A seleção da carteira de ativos em *renda fixa* (rendimentos de *juros*) refere-se, por exemplo, desde depósitos de poupança, depósitos a prazo e fundos mútuos de investimentos até Tesouro Direto com títulos de dívida pública, emitidos pelo Tesouro Nacional. Fazem pagamentos regulares de juros compostos ("juros sobre juros") ao detentor.

Existem muitas variedades de títulos para essa classe de ativos específica. Fundos de Crédito Privado (*debêntures*) também estão incluídos nela por serem títulos de dívida direta referenciadas à percentual da taxa de juro básica.

Há duas partes na decisão de alocação de ativos.

A primeira parte é uma avaliação da *tolerância ao risco* de o investidor estar ou não de acordo com o Modelo de Ciclos de Vida Financeira. Quando a aposentadoria se aproxima, ele costuma ser mais conservador ou avesso ao risco.

Isso ocorre porque, além de geralmente ter mais a perder, se o valor da carteira dele cair, ele não terá muito tempo ou uma longa vida profissional para recuperar a perda de capital. Indivíduos mais jovens podem ser mais agressivos ou tolerantes ao risco pelo motivo oposto.

A segunda parte da decisão de alocação de ativos inclui a *escolha de quais ativos financeiros incluir em cada categoria ampla*. Por exemplo, na classe de ativos de ações, o investidor pode escolher ações individuais, fundos mútuos de ações gerenciados ativamente ou fundos de índice de ações gerenciados passivamente.

Um *fundo mútuo de investimentos* é uma combinação de muitas ações individuais, títulos de dívida ou ambos, administrados por instituições financeiras. O fundo mútuo permite o pequeno investidor ter acesso ao investimento em diversas ações e/ou títulos,

escolhidos por um gestor profissional, pagando-lhe uma taxa de administração.

Depois de tomar a decisão de alocação de ativos, periodicamente, os investidores devem verificar os percentuais em cada categoria. Contra o *desbalanceamento*, deve-se garantir as mudanças no valor dos ativos financeiros não terem desviado muito da decisão original de alocação de ativos em termos de risco.

Em lugar da abordagem de “definir e esquecer”, sugere-se o conceito de “alocação tática de ativos” em tentativa de aumentar o retorno do investimento. Ela ajusta, a cada mudança na conjuntura econômica, as porcentagens alocadas para classes de ativos específicas com base na avaliação de mercado ou outros fatores econômicos.

Para finalizar este breve tópico de *gestão do dinheiro*, listo no Quadro em seguida certas dicas para aplicações em fases da economia, recomendadas face aos cenários futuros esperados. Leia-o a partir das colunas com cada cenário, ou seja, “de cima para baixo”.

Os *ciclos de vida financeira* correspondem grosso modo a: 25-35 anos: 30% em ações; 35-45 anos: 20% em ações; 45-55 anos: 10% em ações; em fase de pré-aposentadoria não mais apostar em ações. Deixe os juros compostos (“juros sobre juros”) fazer seu trabalho...

Cenários / Parâmetros	Instabilidade	Estabilidade	Crescimento
Taxa de Inflação	Ascendente	Estável	Declinante
Taxa de Juro	Ascendente	Estável	Declinante
Taxa de Câmbio	Ascendente	Declinante	Declinante
Bolsa de Valores	Declinante	Ascendente	Ascendente
Aplicações Financeiras Recomendadas Em Cada Cenário Futuro (leitura por coluna):			
Quando a tendência for de <i>alta</i> da taxa de inflação aplicar em rendimento <i>pós-fixado</i>	CDB pós-fixado	CDB pós-fixado	
		CDB prefixado	CDB prefixado
Quando a tendência for de <i>baixa</i> da taxa de inflação aplicar em rendimento <i>prefixado</i>	Fundos DI (pós-fixado)	Fundos DI (pós-fixado)	
		Fundos RF (prefixado)	Fundos RF (prefixado)
Longo prazo para aposentadoria	Tesouro Direto NTN-B LP (até vencimento)	Fundos de Índice de Preço LP	Fundos PGBL/ VGBL (EAPC)
Aversão ao risco = f(ciclos de vida: 30-20-10-0)		Ações	Ações
Evitar especulação	Dólar (antes de viagem, importação ou dívida)		

Contabilidade Financeira

Um Orçamento Pessoal, de acordo com Friedberg (2015), é o documento para escriturar a renda recebida em categorias de gastos de consumo corrente e poupança planejada. O *balanço patrimonial* contabiliza o investimento estratégico em longo prazo e deve ser feito em paralelo à "conta de renda", análoga aos *lucros e perdas* no caso de empresas não-financeiras.

Indivíduos, organizações, governos e corporações usam orçamentos para monitorar suas receitas e despesas. O processo de criação do orçamento é semelhante para todas as entidades e envolve várias etapas distintas.

Criar um *orçamento ou plano de gastos e investimentos* pode ser a atividade de gerenciamento de dinheiro mais importante do consumidor/investidor. Uma *planilha*, de um lado, contém o plano de gastos, onde se integra as receitas e despesas do consumidor. De outro, registra o destino de fundos para diversas categorias de aplicações financeiras.

O *orçamento inicial* é criado ao rastrear e analisar seus hábitos de consumo. A partir dele, o indivíduo poderá planejar com precisão os valores de cada categoria adequados ao padrão de vida possível sem déficit orçamentário.

Depois do orçamento ser criado e as despesas registradas, o consumidor compara os gastos relativos com os valores orçados para cada seção. Ajustes são feitos para o plano de gastos ser realista e atender às metas de *gastos* e sobras de renda como *poupança planejada* – e não residual ao acaso.

Com receitas e gastos anteriores em mãos, o segundo passo na criação de um orçamento envolve o *estabelecimento de metas financeiras*. Em conjunto com o *plano de gastos*, enquadrado em um *padrão de vida* de acordo com o nível da renda recebida, é necessário decidir sobre *as metas financeiras* da aplicação da poupança com a sobra de renda planejada.

Trata-se de economizar, por exemplo, para a compra de uma moradia e a aposentadoria, além de ter dinheiro próprio sem endividamento para as férias, comprar um carro ou roupas novas. Tanto os indivíduos, quanto as empresas, devem priorizar suas necessidades básicas diante dos seus desejos (“sonhos”), para decidir em qual ordem alocar a renda limitada ou a receita corporativa de maneira pragmática.

Capítulo 4. Finanças Corporativas

As Finanças Corporativas lidam com a composição das fontes de financiamento e a estrutura de capital das empresas. Contempla as *decisões ótimas a ser tomadas pelos gerentes*, executadas para aumentar o valor da empresa para os acionistas, e suas *ferramentas de análises*, usadas para alocar os recursos financeiros.

A gestão financeira de todas as empresas parte do conceito de *Capital*. Contabilmente, está registrado no *patrimônio líquido*: recursos próprios em reservas do lucro obtido, inclusive para cobrir a depreciação. Contrapõe-se, no passivo, à *dívida*: recursos de terceiros.

A *gestão financeira em curto prazo* refere-se à gestão do capital de giro, da disponibilidade em caixa, de relação com os credores e devedores, além do inventário de estoques. A *gestão financeira em longo prazo* envolve equilibrar risco e retorno, tentando maximizar os valores dos ativos, o fluxo de caixa líquido recebido e o valor de suas ações.

Geralmente, envolve três áreas principais de alocação de recursos de capital.

- *orçamento de capital*: a administração deve escolher quais projetos a serem empreendidos com a disciplina do orçamento de capital, empregando técnica de avaliação de negócios ou opções reais;
- *fontes de capital*: refere-se à estrutura de capital da empresa para esses investimentos serem financiados por meio do capital de investimento, fornecido pelos *acionistas*, na forma de patrimônio (em subscrição particular ou por meio de uma Oferta Pública Inicial – IPO – e depois Oferta Subsequente de Ações – *follow-on*), e *credores*, na forma de títulos de dívida direta (*debêntures*) ou de operações de compras a prazo, *bancos* com linhas de crédito para capital de giro e crédito em longo prazo;

- *política de dividendos*: exige a administração financeira determinar qual o montante do lucro, registrado pelo excesso de caixa além do mínimo obrigatório a ser distribuído aos acionistas, deve ser retido para investimentos futuros ou outros requisitos operacionais.

A Economia Financeira, nesta categoria de Finanças Corporativas, focaliza o *gerenciamento de risco financeiro*, crucial no financiamento corporativo. Impõe a prática de criar e proteger valor econômico em uma empresa, usando instrumentos financeiros para gerenciar a exposição ao risco, particularmente o *risco de crédito* e o *risco de mercado*. Outras causas de risco incluem a cambial, a volatilidade, a setorial, a falta de liquidez, a inflacionária etc.

A *gestão de riscos financeiros* se refere a decidir *quando e como fazer hedge*, usando instrumentos financeiros como derivativos. Requer identificar suas fontes de recursos, medi-las e formular planos para abordá-las, podendo ser qualitativo e quantitativo.

A *gestão financeira*, em termos microeconômicos, referente às empresas não-financeiras, sobrepõe-se à função financeira do exercício da profissão de um *contador*, formado em ensino superior e com um diploma de bacharel em Ciências Contábeis. *Todo contador é um contabilista, mas nem todo contabilista é um contador...*

A Contabilidade Financeira é o relato de informações financeiras históricas, enquanto a Administração Financeira se preocupa com a alocação de recursos de capital para aumentar o valor de uma empresa para os acionistas e aumentar sua taxa de retorno dos investimentos. A Economia Financeira, por sua vez, adota uma abordagem sistêmica ou holista. Neste capítulo, vamos tratar de cada qual, respectivamente, em ordem inversa.

Ambiente Econômico-Financeiro para Empresas Não-Financeiras

Curiosamente, inicio esta análise das Finanças Corporativas tocantes à Economia Financeira com apelo a um livro intitulado *Administração Financeira* de Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2010). No segundo capítulo do livro, os coautores tratam do *ambiente econômico nacional e internacional* onde as empresas atuam.

Na avaliação conjuntural e tendencial desse contexto se apresentam oportunidades profissionais para os macroeconomistas. Eles assessoram a elaboração de estratégias dentro do sistema complexo onde está imersa a empresa não-financeira.

Mas economistas não tratam apenas de cenários com base em indicadores. Devem acompanhar a política econômica e avaliar seus possíveis efeitos sobre os negócios da empresa à qual assessora.

As empresas, além de serem pressionadas por seus clientes por melhores serviços e menores preços, são fiscalizadas por diversos órgãos governamentais. Sofrem os impactos das estruturas de mercado e das políticas públicas sobre as ações empresariais, dada a importância das estruturas de mercado, de acordo com o número de vendedores e de compradores.

O funcionamento da concorrência, do oligopólio e do monopólio, e seus reflexos nas negociações empresariais também são conhecimento imprescindível obtido com economistas especialistas em *estrutura de mercado*. O administrador financeiro necessita dessa assessoria para avaliar seu poder de barganha e atuar melhor em negociações empresariais onde sua empresa está inserida.

Para percepção dos contextos mutáveis e elaboração de estratégias adequadas às conjunturas é requisito acompanhar diversas políticas econômicas: monetária, fiscal, cambial e de rendas. Por exemplo, há influência imediata da variação cambial nas exportações e nas importações.

Logo, o acompanhamento das políticas cambiais de outros países e blocos econômicos também tem importância para o administrador financeiro. Quando uma moeda está valorizada em relação ao dólar, as compras internacionais pagas nessa moeda pela importação ficam mais "baratas" em dólares. Em contraponto, é mais competitivo (e vantajoso) para o exportador vender para o país onde se utiliza essa moeda.

Outro conhecimento indispensável diz respeito aos mercados financeiros e à estrutura do Sistema Financeiro Nacional. Chamam a atenção as variações das taxas de juros, das cotações das moedas e dos papéis negociados diariamente em bolsas de valores e diretamente entre as instituições financeiras.

A formação das taxas de juros é muito relevante, pois elas são fatores determinantes no custo de capital das fontes de financiamento. Da mesma forma, condições de mercado, decisões operacionais das empresas e volume de recursos a serem financiados merecem avaliações contínuas.

O governo atua decisivamente por ser o maior tomador de recursos no mercado de títulos de dívida pública, oferecendo *risco soberano*. Considerando esse custo de oportunidade dos investidores, é necessário apresentar melhores alternativas para obter os financiamentos para as empresas.

Portanto, como será visto no restante deste manual de Finanças, as demais áreas – Finanças Internacionais, Finanças Bancárias, Finanças Públicas e Finanças Pessoais – se mesclam com as Finanças Corporativas. São interdependentes e interagem.

Finanças Unilaterais: Escolha de Portfólio sem Risco Passivo

A teoria econômica convencional sobre Finanças Corporativas concentra-se apenas nas escolhas de ativos e não focalizam os passivos. Esse unilateralismo será devido à longa tradição religiosa de tratar a cobrança de remuneração pelo uso do capital próprio por terceiros como abusiva?

A *usura* é uma prática repudiada socialmente, sendo até considerada conduta criminosa. Ocorre quando são cobrados juros excessivamente altos, impossibilitando pagá-los sem esmagar o lucro obtido pelo devedor com o uso do capital de terceiros.

Economistas ortodoxos fazem vista grossa ao adotar Teoria do Portfólio em Finanças Corporativas como se não tivessem tomado ciência ou não estivessem conscientes do ato de endividamento dos seus clientes. O segredo do negócio capitalista, conforme teorizam os heterodoxos, é justamente *a alavancagem financeira!*

Esta é a técnica utilizada para elevar a rentabilidade patrimonial através de endividamento. Resulta da participação de recursos de terceiros na estrutura do capital da empresa não-financeira. O lucro operacional ampliado deve cobrir as despesas financeiras com os juros pagos.

O paradoxo é o Poder Judiciário punir o *anatocismo*, alegando a cobrança de juros sobre juros não ser permitida pela legislação. Ora, a capitalização de juros corresponde a um mesmo fenômeno jurídico-normativo: o pagamento de juros compostos no passivo, para os depositantes a prazo, senão o banco se desequilibra e quebra. A bancarrota leva à perda para todos os seus depositantes.

O endividamento é uma “servidão voluntária”, onde o devedor assina um contrato e aceita a cláusula de remuneração dos empréstimos tomados por livre escolha. Portanto, em caso de fracasso no uso dos recursos de terceiros em seu empreendimento imaginado lucrativo, não cabe alegar “desconhecimento de causa”.

Pior para o sistema contratual é quando juízes desejam fazer justiça por conta própria em favor do “coitado do devedor inadimplente” e contra “o perverso banco todo poderoso”. Não aceitam, em um contrato de mútuo vencido e não pago, incidir as rubricas atinentes ao inadimplemento relativo aos juros de mora no saldo devedor.

A questão do *risco* é chave porque nem sempre os fatores internos e externos ao empreendimento se comportam conforme o esperado para dar o *retorno* almejado.

Uma hipótese simplificadora da ortodoxia econômica é todos os cálculos de valor do dinheiro no tempo serem realizados em *condição de certeza*, ou seja, não existir a variabilidade nos retornos. Por isso, é mais realista por parte da heterodoxia introduzir a variabilidade em condições de incerteza, foco de análise típica de economistas pós-keynesianos por tratarem do futuro resultante de decisões descentralizadas, descoordenadas e desinformadas umas das outras.

O risco deve ser conceituado em seus diferentes aspectos microeconômico e macroeconômicos: risco do empreendimento, risco do negócio ou risco econômico, risco financeiro e, no nosso caso, risco Brasil. O cálculo convencional de risco utiliza o ferramental estatístico, tratando-o como um assunto econométrico, onde a heterodoxia não se pronuncia com a mesma linguagem matemática. Em contraponto, esta aplica a Hipótese da Instabilidade Financeira às Finanças Corporativas.

Para a ortodoxia, risco e retorno constituem a única base sobre a qual se tomam decisões racionais sobre investimentos. *Risco* é a medida da *volatilidade* – flutuações ocorridas em desvio da média representativa – resultante em incerteza de retornos. *Retornos* são receitas esperadas ou fluxos de caixa previstos de qualquer investimento.

Retornos de aplicação em renda fixa não flutuam muito e são considerados seguros. Por sua vez, apostas em resultado desconhecido, como aplicação em renda variável ou empreendimento duvidoso, pode dar grande ganho, mas também pode dar perda total.

Se um “negócio seguro” garantisse retorno elevado, todos os investidores o escolheriam, resultando em excesso nele e escassez em outros até aquela “bolha” explodir. Enquanto isso, para investirem em outro negócio, arriscado ou especulativo, os investidores exigiriam retorno mais elevado.

Outro fator para aumento do risco é o prazo: o dinheiro hoje vale mais para os investidores se comparado ao mesmo dinheiro no futuro. Logo, o futuro é mais arriscado diante do presente, pois fica mais sujeito a eventos inesperados.

A taxa de retorno requerida (chamada de taxa de desconto) aumenta com o aumento do risco de aplicar mais fundos em ativo com promessa de retorno futuro. Quanto mais tempo o capital estiver sob risco, maior o retorno requerido, considerando o custo de oportunidade ao longo do período, o qual será descontado para trazer ao valor presente.

As decisões referentes ao Orçamento de Capital, em Finanças Corporativas, envolvem o ajuste ao risco dos futuros retornos esperados e a comparação desses retornos com o custo do projeto, determinando se ele é aceitável ou não. Muitas vezes não é possível determinar com precisão os futuros retornos do investimento em projeto, pois, por definição, *não há dados disponíveis sobre o futuro*.

Tudo seria previsível, caso cada evento fosse idêntico a evento já ocorrido anteriormente, mas então *nenhuma mudança jamais ocorreria*. Alertava Sócrates: “semelhança com a verdade não é a verdade”, ou seja, o passado não é guia do futuro.

Em Finanças, é teoricamente possível usar aproximações, isto é, avaliar a ação de empresa de atividade semelhante à do projeto em estudo. Os ortodoxos supõem esses retornos refletirem o retorno do projeto em estudo como O Mercado fosse onisciente, além de ser onipresente e onipotente... Há impossibilidade lógica de ser sobrenatural!

O retorno esperado pelos acionistas soma os dividendos recebidos com a valorização do capital no ano corrente comparado com o capital acionário no ano anterior. Em outros termos, avalia o fluxo de renda e o ganho de capital.

Em princípio, deveria ponderar os retornos esperados em períodos de recessão, de normalidade e de expansão pela probabilidade de ocorrência de cada uma dessas condições macroeconômicas. Evidentemente, de acordo com "opinião de especialistas", não se baliza bem essas chances, exceto se eles copiarem uns aos outros por preferência de se tornarem "vítimas de acontecimentos coletivos" em vez de serem responsabilizados individualmente por seu equívoco.

Para amenizar a impressão dessa incerteza, trabalha-se com a hipótese de os retornos provavelmente estarem situados em determinado intervalo. Quanto maior a incerteza do resultado, maior o intervalo... ou "a meta para o chute".

O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM: *Capital Asset Pricing Model* em inglês) descreve a relação entre o risco de mercado e as taxas de retorno exigidas. O coeficiente *beta* de um título é a medida do seu risco frente ao de O Mercado.

O Beta mede a volatilidade dos retornos de um título relativamente ao retorno de O Mercado, isto é, de uma carteira devidamente diversificada. William Sharpe imaginou um mundo onde todos os investidores seguiriam a Teoria de Portfólio, elaborada por Harry Markowitz, fazendo avaliação das médias e covariâncias dos diversos ativos.

O modelo CAPM tem como principal problema empírico a identificação da carteira de mercado relevante. Seu principal problema teórico é os investidores diferenciarem entre o *risco sistemático* e o *risco não sistemático*, porque os investidores tendem

a se preocupar com o risco total – não diversificável – e não com um risco específico.

A Teoria da Precificação pela Arbitragem (APT: *Arbitrage Pricing Theory*) sustenta os retornos esperados de títulos serem influenciados por diversos fatores setoriais e financeiramente relacionados. O modelo APT sugere os retornos de um título serem determinados por toda informação emitida, disponível aos investidores, inclusive sobre eventos inesperados.

Apenas os fatores inesperados influenciariam nas alterações de preços das ações. Os eventos esperados já se encontrariam descontados pelo mercado.

Segundo essa ideológica hipótese de O Mercado ser eficiente, toda informação está incorporada nas cotações das ações, cujos preços apresentam valores justos. Caso contrário, a arbitragem via Lei da Oferta e Demanda, assim como a Lei da Gravitação Universal estabelece a força de atração mútua entre centros de gravidade, devolve ao preço da ação ou título seu verdadeiro valor de equilíbrio. A ação será vendida (ou comprada) até quando o retorno se tornar igual ao retorno calculado pela APT.

A APT defende a ideia de os retornos oferecidos pelos ativos podem ser analisados em conjunto com diversas variáveis econômicas. Dá assim maior foco ao *risco sistêmico*, isto é, o qual afeta todos os ativos e, portanto, não é diversificável. *Salve-se quem puder... das teorias ortodoxas de Finanças! Pregam todas as glórias a O Mercado! Aleluia!*

Hipótese da Instabilidade Financeira

Frente a essas ideias convencionais de Finanças, focadas apenas em seleção de carteira de ativos, um pós-keynesiano ficou conhecido como “o teórico dos passivos”.

As três ideias-chaves de Hyman Minsky (1919-1996) são:

1. *decisão de portfólio*: quais ativos escolher e reter (*economia de mercado de capitais*) e como financiar a manutenção dos ativos (*economia de endividamento*);

2. *grau de fragilidade financeira*: prudência para a compatibilização ao longo do tempo de *fluxos de entrada* de caixa (receita e/ou crédito) com os *fluxos de saída* de recursos para cumprir compromissos contratuais até o vencimento no futuro;
3. *modelo de dois preços (de novos e de usados)*: após o *crash* da *bolha de ativos*, o *preço de oferta* (custo de construção ou fabricação) supera o *preço de demanda* (valor de mercado) em queda, logo, não há *investimento em ativos novos*.

A Hipótese da Instabilidade Financeira é a designação atribuída por Hyman P. Minsky à sua teoria. Explica por qual razão as economias de mercado capitalistas são propensas à instabilidade.

A teoria integra a análise macroeconômica com uma visão microeconômica original de como as empresas capitalistas operam. A *fragilidade financeira* refere-se ao acúmulo de dívida, precedente à quebra (*crash*) da atividade econômica, em uma economia capitalista de mercado com um sofisticado sistema financeiro baseado em dívida.

A crise então deixa um legado de dívida insustentável para períodos sucessivos até quando um *boom* reavive os gastos e as receitas de vendas o suficiente para tornar o fardo da dívida administrável. Após, o acúmulo cíclico do endividamento recomeça.

A parte macroeconômica da análise é essencialmente uma teoria do ciclo de negócios, onde os *booms* e recessões são impulsionados pelo investimento empresarial em capital fixo. O aumento do investimento causa um aumento na atividade econômica geral e nas receitas de vendas. A queda do investimento causa um declínio na atividade comercial em geral e uma queda nas receitas de vendas.

Esta parte da análise de Minsky foi inspirada no trabalho de John Maynard Keynes e sua *Teoria Geral*. No entanto, Minsky considerou não só a *escolha de portfólio ou a carteira de ativos*, mas também a *composição passiva*, pois enquanto o investimento aumentasse, ele seria financiado por empréstimos.

Os crescentes níveis de endividamento precisariam ter seus serviços da dívida atendidos com a receita de vendas. Desse modo, caso caíssem o investimento e a receita de vendas resultante, as empresas sucumbiriam a uma *crise de dívida*. Esta crise é, então, um prelúdio para a *recessão econômica*, possivelmente até uma *depressão* prolongada.

Minsky sempre esteve consciente, em sua análise, a respeito da possibilidade de recorrência de uma Grande Depressão, tal como a ocorrida nos anos 1930, pela qual ele passou no início da segunda década de sua vida. Ele nasceu em 1919 em Chicago - Estados Unidos.

Os *fundamentos microeconômicos de sua análise* constituem uma abordagem altamente original para a tomada de decisão econômica, quando os agentes econômicos (famílias, bancos e empresas) tomam decisões com base não apenas em receitas e despesas (contas de resultado), como postulado na análise microeconômica convencional, mas também levando em consideração de seus balanços patrimoniais. Minsky reconhece ser possível gerar fluxo de caixa não só com a venda de *commodities*, mas também com a venda de ativos ou a contratação de dívidas.

Um balanço patrimonial registra um conjunto de compromissos financeiros (*passivos*) e créditos (*ativos*) datados. A sobrevivência das empresas depende, portanto, da liquidez de seus ativos em *estoque* e da disponibilidade de crédito, bem como dos *fluxos de receitas* para atender a esses compromissos financeiros.

O lado do passivo de um balanço patrimonial representa o financiamento do lado do ativo. Os dois combinados constituem a chamada por Minsky de *estrutura de financiamento*.

Há fases consecutivas de acordo com a predominância de posturas financeiras dos agentes econômicos financiados:

- i) pode ser uma *estrutura de financiamento de "hedge"* (proteção), se a receita derivada dos ativos cobrir os compromissos financeiros em todos os momentos; ou

- ii) pode ser uma *estrutura de financiamento "especulativa"*, se a receita às vezes ficar aquém dos compromissos, mas no geral cobrir esses compromissos em juros; ou
- iii) pode ser uma *estrutura de financiamento "Ponzi"*, se a receita geral não cobrir nenhum dos compromissos, de modo a empresa acabar expandindo os passivos em relação aos ativos com refinanciamentos.

A *fragilidade financeira* é marcada pela "deterioração" das estruturas de financiamento. De acordo com o grau de prudência dos devedores e o efeito sistêmico dinâmico, o financiamento da postura "*hedge*" pode se tornar "especulativo" e o financiamento "especulativo" tornar-se "Ponzi".

Para Minsky, o investimento empresarial sempre é *especulativo*, isto é, contando com a possível rolagem das dívidas, seja inicialmente financiado pelas reservas da empresa (*autofinanciamento*), seja pelo *financiamento externo* à empresa. Mas, mesmo com essa rolagem da dívida correspondente, o *investimento é uma decisão crucial*, porque gera receita de vendas e, assim, faz circular a liquidez para contemplar outros balanços patrimoniais existentes na economia.

Os balanços da economia estabelecem um piso ao qual os investimentos empresariais devem superar para garantir os pagamentos esperados dos passivos das dívidas correspondentes. Quando o investimento geral cai abaixo desse limite inferior, os balanços se deterioram como *um prelúdio para a crise financeira*.

A Hipótese da Instabilidade Financeira explica, portanto, como a crise financeira eclode por causa dos *investimentos empresariais se tornarem insuficientes ao contínuo serviço da dívida* – e não como alguns intérpretes de Minsky sugeriram:

- i) por causa de *balanços interdependentes* (unidades econômicas cujos ativos são passivos de outras unidades econômicas), ou
- ii) por causa da *queda dos preços dos ativos*.

Na prática, existem duas complicações capazes de sugerirem inconsistências na análise de Minsky.

A primeira é a *questão do financiamento no mercado de capitais por debêntures ou capitalização*, esta por meio lançamentos subsequentes de ações. Na visão de Minsky, é uma forma clássica de financiamento de “*hedge*” ou protegida. Os compromissos financeiros dependem de lucros operacionais adequados para pagar os dividendos esperados.

Uma segunda complicação é a *existência de depósitos multiplicados como a contrapartida dos empréstimos* para dar continuidade ao financiamento do investimento. Esses depósitos devem aparecer na rede bancária. Normalmente, surgem como depósitos dos lucros das empresas, elevados na economia.

O investimento financiado por dívida pode, portanto, fornecer seu próprio “*hedge*”, embora não necessariamente para as empresas endividadas – e necessitadas de *proteção financeira*.

Ciclos de Endividamento: Alavancagem e Desalavancagem Financeira

Ray Dalio, no livro “*Big Debt Crises*” (Bridgewater; sept 2018), afirma os riscos econômicos e políticos dependerem muito de disposição e capacidade dos formuladores de políticas econômicas para disseminar as perdas decorrentes de dívidas incobráveis. Depende de dois fatores eles poderem fazer isso:

1. o percentual da dívida em moeda nacional e
2. a influência deles sobre o refinanciamento das dívidas.

O *ciclo* afeta a psicologia dos agentes econômicos de modo a resultar em uma economia de mercado com bolhas: *série de boom e crashes*.

Durante uma tendência firme de alta nas cotações dos ativos, os credores ficam pouco exigentes para contratarem crédito junto a devedores. Isso porque as recompensas esperadas em juros com o crescimento mais rápido da renda parecem justificá-lo.

Na relação com o resto do mundo, a depender da taxa de câmbio, é politicamente mais conveniente oferecer “dinheiro barato” em vez de apertar o crédito. Essa é a principal razão pela qual existem *grandes ciclos de endividamento* na economia mundial.

Cria-se um *ciclo* sempre quando predominar a concessão de dinheiro emprestado. Comprar algo sem poder pagar de imediato com renda recebida ou capital próprio significa gastar mais além do potencialmente ganho.

Nesse caso, não se está apenas pedindo crédito ao prestador, na verdade, o devedor está tomando emprestado do seu futuro. Encara o endividamento como a antecipação de esperados rendimentos futuros.

O tomador de empréstimo estará comprometendo um tempo de sacrifício no futuro, quando precisará gastar menos do potencial ganho, para poder pagá-lo de volta. Logo, configura-se um *ciclo de endividamento*, quando se gasta no presente mais além do ganho e, depois, gasta-se abaixo do padrão de gastos possível com a renda esperada.

Emprestar dinheiro coloca em movimento uma série de eventos previsíveis. No *início do ciclo de crédito*, os devedores têm muito dinheiro à disposição face às propriedades existentes à venda. Por isso, apostam em converter esse dinheiro em ativos com cotação em alta.

Quando os especuladores adquirirem cada vez mais ativos, seja imobiliário, seja financeiro (como ações), com base em empréstimos, será necessário depois mais dinheiro para pagar os juros e as amortizações. Alguns serão forçados a vender suas propriedades (desmobilizar) a preços com desconto (descapitalização) para levantar esse dinheiro e pagar os compromissos contratuais de dívida.

No início do jogo especulativo, "a propriedade reina". Na reversão, mais adiante, "o dinheiro reina".

Quem especula melhor entende a necessidade de periodicamente *balancear sua carteira*. Visa manter a seleção de ativos de acordo com sua aversão ao risco em termos de propriedade (ativos imobilizados), fundos e títulos e valores mobiliários (ativos financeiros) e dinheiro (ativos monetários líquidos) ao longo do ciclo.

Enquanto os especuladores pedem dinheiro emprestado para comprar alguma propriedade, os protegidos, em vez de ficarem com

depósitos à vista, investem para ganhar juros, por exemplo, em depósitos a prazo. Estes são passivos capazes de permitirem aos bancos lastrearem seus empréstimos.

O sistema bancário multiplica a moeda com base em empréstimos. Mas a concessão fácil de crédito se encerra quando os investidores em propriedades ficam imobilizados e justamente com necessidade de mais capital de giro para pagar seus empregados ou seus credores.

Se mais e mais devedores ficam atrasados em seus pagamentos e nada for feito para o governo intervir no problema sistêmico, tanto os bancos quanto os devedores poderão falir – e a economia se contrair. Se esses ciclos de expansão e contração ocorrerem, repetidamente, são criadas as condições para uma Crise de Grande Dívida.

Em geral, a resolução é obtida com *um processo lento e gradual de desalavancagem financeira*. Pode durar anos!

Emprestar naturalmente cria movimentos ascendentes auto reforçadores de alta de preços dos ativos. Os empréstimos baseiam-se na expectativa de seguir uma tendência de alta indefinidamente.

Mas os desconfiados dessa possibilidade vão se avolumando até predominar uma *reversão geral de expectativas*. Ocorre quando os rendimentos ou os ganhos de capital ficam abaixo do custo dos empréstimos.

O ciclo acaba se invertendo em movimentos descendentes com retroalimentação. Passa-se da euforia do ganho fácil para o pânico de todos os devedores venderem rapidamente, ao mesmo tempo, para cumprir os compromissos contratuais. *A manada estoura – e há apenas uma porteira para a salvação de quem sai primeiro!*

Ciclo de Financeirização ou de Desalavancagem Financeira?

Também na Ciência Econômica temos de nos colocar *contra o negacionismo científico*. Seu método – observação, questionamento, hipótese, experimentação, análise dos resultados dos testes e conclusão – tem de ser praticado inclusive contra o dito inclusive por

companheiros de esquerda, no caso, autores e/ou adeptos da literatura da chamada “financeirização”.

Os cientistas seguem o Método Científico ao tentarem se aproximar da verdade (transitória ou configurada) e, para tanto, partindo da observação empírica. Uma convincente *narrativa lógico-causal* pode contar uma estória convincente à primeira vista, porém falsa perante outros conceitos teóricos ou alongamento histórico da visão.

Por exemplo, o fenômeno da “financeirização” não descreveria apenas um *ciclo transitório* ou uma *configuração periódica* a ser logo superado(a), quando passar essa *fase de desalavancagem financeira*, onde “a política monetária empurra corda”? A taxa de juro ficou baixa, face a uma inflação sob controle em todos os países avançados, apesar do longo “afrouxamento monetário” e... nada de recuperação ou retomada do crescimento econômico sustentado em longo prazo!

Aí, quando a economia ultrapassar a *fase de normalização*, haverá nova alavancagem financeira, bolha, auge, depressão até outra *fase de desalavancagem financeira*. Em Finanças, *alavancagem* designa a elevação da rentabilidade patrimonial sobre o capital próprio através de endividamento. Resulta em maior economia de escala (e lucro) com a participação de capital de terceiros na estrutura do capital da empresa.

Basta o lucro operacional ser superior aos juros (e demais despesas financeiras) para ser mais rentável, por exemplo, uma aposta em uma tendência firme de alta do preço de um ativo, uma forma de manutenção de riqueza como ações, imóveis ou qualquer outro. Essa prática é comum, na evolução capitalista, desde quando surgiu a “pedra fundamental” do sistema bancário em Gênova, através do *Banco di San Giorgio*, em 1406, só tendo ele encerrado suas atividades, 400 anos depois, em 1805.

Na mesma época do Pré-Renascimento, para evitar confisco, durante as guerras entre Cidades-Estados, os cidadãos ricos optaram por emprestar “soldo” – ou “sólido”, uma antiga moeda de ouro do Império Romano, criada por Constantino em 309 – para pagar “soldados” mercenários. Afinal, o governo era dominado por eles

mesmos e receberam garantia de receber juros pelo endividamento público em lugar de arrecadação fiscal.

Desde então, para compensação dos cidadãos ricos, além do pagamento de *juros* forneceu-se *liquidez*. Tais títulos de dívida pública poderiam ser vendidos, em um mercado secundário, caso o rentista necessitasse de dinheiro de imediato.

Então, a *Economia de Endividamento* (público e privado ou bancário) surgiu com esse lastro de risco soberano, para a riqueza financeira, e permanece assim até hoje. Já os primórdios de uma *Economia de Mercado de Capitais* ocorreram quando a compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos deixou de ser realizado ao ar livre, nas ruas e calçadas, e passou a ser realizado em uma propriedade da família de nobres belgas, os *Van der Burse*, cujo brasão de armas eram três bolsas. Como as residências em Bruges não tinham números, ficou conhecida como a Casa das Bolsas.

Criada em 1531, a Bolsa da Antuérpia, na Bélgica, é considerada a primeira bolsa oficial, baseada na negociação de empréstimos. Porém, as primeiras ações negociadas em uma bolsa de valores foram as da Companhia Holandesa das Índias Orientais, em 1602, na Bolsa de Amsterdã. Representavam associações para compartilhar riscos e lucros.

Essa *revolução financeira*, 200 anos antes da *revolução industrial*, ocorreu com o uso de dinheiro de outras pessoas em benefício próprio: conseguir associados, manter gestão e participação acionária com divisão de lucros ou prejuízos. A *abertura de capital* é um IPO (Oferta Inicial Pública) de parte minoritária com cotação atribuída por acionistas.

Desde o início da evolução deste sistema capitalista, o “segredo do negócio” é tomar dinheiro emprestado para *fusões ou aquisições de concorrentes*. Essa concentração de capital provoca a elevação do valor de mercado das ações e o enriquecimento pessoal dos sócios-fundadores.

Na *capitalização*, via lançamento de ações, o controlador faz divisão dos lucros esperados ou prejuízos inesperados sem o risco de ser devedor. Por sua vez, na *tomada de empréstimos*, para aumentar a escala do negócio e a rentabilidade patrimonial do

capital próprio com o uso de capital de terceiros, o devedor assume o risco de o lucro operacional esperado não se confirmar, e o novo faturamento ficar abaixo dos juros dos empréstimos. Quando isso ocorre, de maneira generalizada, entra-se em *fase de desalavancagem financeira*.

Os autores e os leitores adeptos da literatura de “financeirização” confundem essa *fase* com uma *etapa* de mudança estrutural do capitalismo, quase uma *Nova Era*. Pior, denunciam-na como fosse um *artificialismo* face ao adorado capitalismo industrial gerador de melhores empregos, embora explorador da força de trabalho, para obtenção de maior produtividade, seja via *mais-valia relativa* (hoje economia digital), seja via *mais-valia absoluta* (hoje extraída pela extensão das jornadas de trabalho em *home-office*).

De acordo com as Teorias do Bloqueio dos Investimentos Produtivos, em razão da crescente atividade financeira das empresas não financeiras, os lucros não seriam reinvestidos por conta de os monopólios criarem excesso de capacidade produtiva. Os lucros seriam então canalizados para a capitalização financeira e provocariam aumento das cotações dos ativos financeiros, causando *bolhas especulativas*.

Com o neoliberalismo, segundo essa inventiva, mas irrealista narrativa, a *barreira sindical e/ou salarial* à rentabilidade do capital teria sido substituída pela *barreira do subconsumo*. A deficiência de demanda teria sido compensada pelo *capital fictício*, criado pelos demonizados bancos sobre o malévolo endividamento das famílias.

O aumento da *taxa de exploração da força de trabalho* teria levado a uma recuperação da *taxa de lucro*, mas sem um correlato aumento da *taxa de investimento* (ou *acumulação* no jargão marxista) no processo produtivo. Ante a falta de oportunidades rentáveis desse investimento produtivo, os lucros teriam passado a ser distribuídos como dividendos, uma medida do *grau de financeirização*.

Essa “dominância financeira” (outra palavrinha-mágica na moda) teria ocorrido pelo *interesse dos gerentes* no crescimento da empresa em longo prazo ter sido superado pelo *interesse dos acionistas* na maior distribuição de dividendos em curto prazo. A diminuição da demanda, devido ao aumento da concorrência

globalizada e à redução da parcela salarial e subconsumo, se somou à pressão dos acionistas por pagamentos de dividendos.

A gestão das empresas não financeiras se adaptou a essa pressão pela via do alinhamento do *interesse dos gerentes*, em aumento do *Stock Options* (Opção de Compra de Ações do negócio para seus executivos as adquirir por um valor pré-determinado após certo período), ao *interesse dos investidores acionistas*. A *hegemonia financeira* teria levado ao aumento dos pagamentos de juros e dividendos e, apesar da recuperação da taxa de lucro na atividade produtiva, sua retenção em reservas diminuiu, causando uma queda no crescimento econômico de empregos e renda.

Pior, uma proporção considerável dos lucros seria canalizada para a *recompra de ações* e uma proporção menor para os *investimentos produtivos*. Daí houve um processo de substituição de capitalização acionária pelo financiamento através de debêntures corporativas.

A emissão desses títulos de dívida direta das empresas não-financeiras serviu para financiar a recompra de ações, em *mudança na estrutura de capital*, isto é, substituição de capital acionário por dívida corporativa. Seria uma evidência de “financeirização”?

O financiamento da *recompra de ações* através de emissão de dívida corporativa, evidentemente, dá lugar ao aumento do pagamento de juros em debêntures. Essa *recompra de ações* reduz a quantidade em circulação e ajuda a elevar o lucro por ação, sendo uma alternativa aos dividendos para “devolver capital” aos acionistas.

O autofinanciamento das empresas não-financeiras, para fazer investimentos, poderia implicar em uma acentuada redução da taxa de distribuição de dividendos. Nesse caso, uma nova emissão de ações com possibilidade de *subscrição por parte dos acionistas*, para evitar a diluição das participações acionárias, seria menos prejudicial aos seus interesses.

Qual dos dois fenômenos ocorreu primeiro? Aumento dos investimentos financeiros ou queda dos investimentos produtivos?

Nesse “dilema entre o ovo e a galinha”, para autores da literatura da “financeirização”, o aumento da atividade financeira

precederia e causaria a redução na acumulação produtiva. Para os críticos dessa literatura, não há nenhum motivo forte para essa reorientação de atividade, exceto a temporária paralisa do processo de acumulação de capital, devido à ociosidade da capacidade produtiva.

Na verdade, a lucratividade financeira tende a ser menor face à lucratividade produtiva. Quando não for, desencadeia a *fase de desalavancagem financeira* com corte de todos os gastos, inclusive com investimentos, até a diminuição do grau de endividamento.

Como diz o bordão de um locutor esportivo, comentando a má fase de um clube ou de um jogador, “que fase!”. Mas, console-se, é passageira. A vida, inclusive a financeira, é difícil, os autores dessa literatura devem aprender a lidar com isso...

Administração Financeira

O objetivo da Administração Financeira é maximizar a riqueza dos acionistas da empresa. O *administrador financeiro* é o principal responsável pela criação de valor e pela mitigação de riscos e, para isso, se envolve nos negócios como um todo.

A *função financeira*, de modo geral, está organizada em duas áreas:

1. a *gerência financeira* abrange atividades de administração de caixa, crédito e cobrança, risco, câmbio, investimento, financiamento, planejamento e controle financeiro, relacionamentos com acionistas, investidores e bancos;
2. a *controladoria* engloba atividades de administração de custos e preços, auditoria interna, avaliação de desempenho, contabilidade, orçamento, controle patrimonial, planejamento tributário, relatórios gerenciais e sistemas de informação financeira.

Para maximizar a riqueza dos acionistas, o administrador financeiro toma três decisões fundamentais:

1. decisão de investimento,

2. decisão de financiamento e
3. decisão de resultados.

O *administrador financeiro*, dependendo do porte e da natureza de cada empresa, recebe várias denominações, tais como: Vice-Presidente de Finanças, Diretor Financeiro, Executivo Financeiro, Superintendente Financeiro, Supervisor Financeiro.

O campo de abrangência das Finanças, como visto neste livro, é amplo e sistêmico, incluindo o processo financeiro, o mercado financeiro, o mercado de capitais, os instrumentos financeiros, as finanças pessoais, governamentais, bancárias, internacionais e corporativas. *Finanças Corporativas* são as finanças com o objetivo de maximizar a riqueza dos acionistas das empresas.

Segundo Lemes Jr., Rigo e Cherobim (2010), são três temas fundamentais tratados pela Administração Financeira:

1. planejamento dos investimentos de longo prazo;
2. obtenção de fontes dos financiamentos para viabilizar esses investimentos;
3. obtenção de resultados de acordo com as exigências dos acionistas.

Os administradores financeiros, nas *decisões de investimento*, criam, recebem e desenvolvem alternativas de negócios de longo prazo. Elas podem se restringir a um ramo específico de negócios ou abranger vários setores da atividade econômica.

Os investimentos podem ocorrer ao longo da cadeia produtiva da empresa. Investir em suas próprias marcas é uma forma de tornar seus clientes fiéis e de diminuir a dependência de fornecedores.

As decisões financeiras ocorrem ao longo do tempo.

- São *decisões financeiras de curto prazo*, conhecidas também como *administração do capital de giro*, quando se referem às atividades normais da empresa, relacionadas aos pagamentos e recebimentos do dia a dia: gestão de caixa, contas a receber e a pagar, estoques e captação de recursos.

- *As decisões financeiras de longo prazo* são aquelas pertinentes aos investimentos, e financiamentos e resultados, com prazos superiores a um ano: orçamento de capital, estrutura de capital, custo de capital e distribuição de dividendos.

Administração Financeira é mais Arte em vez de Ciência. A habilidade de administrar recursos financeiros, em busca da *maximização da riqueza*, supera o objetivo da *maximização do lucro*, porque envolve a avaliação do valor presente líquido, do risco e do custo de capital.

As funções financeiras são distribuídas em duas grandes áreas:

1. a *gerência financeira* cuida da gestão de crédito e cobrança, caixa, contas a pagar, risco, câmbio, financiamentos e investimentos, ficando também sob sua responsabilidade o planejamento e controle, a proteção de ativos e as relações com acionistas e investidores;
2. a *controladoria* é responsável por administração de custos e preços, auditoria interna, contabilidade, orçamento, patrimônio, planejamento tributário, elaboração de relatórios gerenciais e desenvolvimento e manutenção de sistemas de informação.

Os princípios a considerar na *análise de investimentos* são:

1. *priorizar os dados gerenciais* (planilha de gestão de fluxos de caixa resultantes em lucros líquidos mais depreciação) em detrimento daqueles *dados apenas oriundos da contabilidade*, considerando só a depreciação legal, exceto quando envolver resultado após tributação;
2. atualização contínua dos dados empregados, considerando as *oscilações conjunturais*;
3. ponderar a respeito do *grau de incerteza* atribuível à projeção (subjéctiva) do ritmo evolutivo futuro dos diversos fatores envolvidos em investimento em fase de avaliação;
4. reconhecer o "dinheiro ter valor no tempo", ou seja, como os prazos e os valores são diferentes, na decisão não basta apenas considerar o maior/menor preço, pois *os valores das parcelas devem ser trazidos a valor presente*, por taxa de desconto, na

data de decisão e, assim, igualando os valores das propostas na data-base, é possível decidir qual é a oferta a ser aceita.

Há três métodos de análise de investimento ao considerar o fluxo de caixa a valor presente (“descontado”):

1. Valor Presente Líquido (VPL) ou *Net Present Value* (NPV);
2. Taxa Interna de Retorno (TIR) ou *Internal Rate Return* (IRR);
3. Tempo de Recuperação de Capital (TRC) ou *Pay-back Time* (PbT).

O método VPL consiste em calcular o Valor Presente Líquido do investimento na data de início do fluxo de caixa irregular, usando o custo de oportunidade (TMA) para calcular o valor atual (PV) de cada entrada ou saída de recursos de caixa (PMT). Ao avaliar investimento possuidor de ingressos e desembolsos de caixa, o VPL evidenciará de quanto em valor foi o retorno da aplicação de recursos efetuada naquele empreendimento ou negócio.

Se o VPL for negativo, o retorno será abaixo do custo de oportunidade e, portanto, o investimento passa a ser inviável ou não atraente. Se o VPL for positivo, o retorno será acima do custo de oportunidade e, portanto, o investimento será viável ou atraente.

A Taxa Interna de Retorno (TIR) pode ser conceituada como a taxa de desconto capaz de igualar o Valor Presente Líquido do fluxo de caixa ao Investimento Inicial. Ela torna o VPL igual a zero.

No *caso de investimentos*, a TIR pode ser entendida como a rentabilidade, em termos percentuais (%), proporcionada por fluxo irregular de caixa. No *caso de captação de recursos*, com períodos de carência, a TIR representa a taxa de juros paga para obter recursos de terceiros.

Determinada a TIR, a interpretação do valor apurado é efetuada pela comparação com a Taxa Mínima de Atratividade (TMA) ou *custo de oportunidade*. É determinada pelo custo do financiamento e pelo risco do projeto.

O método *Pay-back Time* (PbT) determina o prazo (tempo) no qual o capital aplicado em empreendimento (ou projeto) será

recuperado ou retornará ao caixa do investidor. Esse método não leva em consideração as entradas de caixa produzidas após o período no qual o investimento inicial foi recuperado, portanto, *não serve como medida de lucratividade*.

Finalmente, outro conceito-chave em Finanças Corporativas vale ser revisto – e destacado. Com o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) apura-se a média ponderada dos custos de captação das distintas origens do capital investido na empresa:

1. *custo de capital de terceiros*: taxa definida nos contratos bancários;
2. *custo do capital próprio*: taxa de retorno desejado pelos acionistas controladores.

A *decisão de financiamento ou captação de recursos* se refere a empregar a *alavancagem financeira*, para maximizar a rentabilidade, quando o custo de captação dos recursos de terceiros é inferior à taxa de retorno obtida pelo investimento efetuado. Se for o contrário, ou seja, se o custo de captação for acima da taxa de retorno, a *alavancagem financeira*, a priori, deve ser descartada.

A *alavancagem financeira*, propiciada pelos empréstimos bancários tomados, indica a medida na qual o endividamento financia operações ativas do investidor, elevando a taxa de retorno sobre os capitais próprios correspondentes. Quando ela é positiva, o uso de capital de terceiros gera rendimento capaz de compensar os custos impostos a partir de seu uso.

Nesse caso, a taxa de lucros líquidos sobre o capital próprio é inferior à taxa de lucro mais despesas financeiras sobre capital próprio mais capital de terceiros:

$$([\text{LL} + \text{DF}] / \text{PT}) - (\text{LL} / \text{PL}) > 0 \text{ onde: } \text{PT} = \text{PL} + \text{P3}^{\circ}$$

PT: Passivo Total; PL: Patrimônio Líquido; P3^o: Passivo de Terceiros.

Modigliani e Miller (MM), em 1958, defenderam a tese de *a estrutura de capital não afetar o valor da empresa* – e ganharam com isso o Prêmio Nobel de Economia. A ideia por trás dessa tese era: qualquer possível benefício vindo de um maior endividamento seria

rapidamente conhecido e faria os acionistas elevarem suas exigências de retorno, fazendo o custo de capital se manter inalterado.

Ora, a *alavancagem financeira* propicia uma rentabilidade patrimonial maior porque as despesas financeiras não crescem no mesmo ritmo e/ou escala quanto o lucro operacional. Na prática, o endividamento pode ser vantajoso, porque a *mudança da estrutura de capital* pode:

1. reduzir o Imposto de Renda a pagar,
2. tornar o custo de capital menor e
3. aumentar o valor da empresa.

A habilidade de tomar mais recursos emprestados pode levar a uma *vantagem competitiva*. Empresas não-financeiras, *strictu sensu*, inexistem!

Estudo de Caso das Inconsistências em Lançamentos Contábeis

A Administração Financeira, embora considerada a Arte de Decisões Práticas, baseadas em bancos de dados com experiências bem-sucedidas e/ou estudos de caso, está relacionada de maneira *interdisciplinar* com outras Ciências, especialmente com:

1. *Economia*: relaciona-se com as Finanças Corporativas sob duas formas, a *Microeconomia* empresta à Administração Financeira parte de seus conceitos, porque estuda a Teoria da Firma, estruturas de mercado, comportamentos dos consumidores, enquanto a *Macroeconomia* estuda o sistema econômico emergente das inter-relações dos agentes econômicos, fluxos de bens e serviços, fluxo de recursos e taxas de juros, preferência por liquidez, contextos conjunturais etc.;
2. *Contabilidade*: todas as entradas de recursos, na forma de bens e equipamentos, ou na forma de dinheiro e títulos, são quantificadas e registradas em balanços do mesmo modo como todas as saídas;
3. *Matemática e a Estatística*: cuidam das medidas quantitativas, pois o conceito de *risco de investimento* é entendido como a

variabilidade dos retornos possíveis desse investimento, medida pelo desvio-padrão e pela variância dos retornos esperados;

4. *Computação*: *softwares* específicos para os controles operacionais, bancos de dados para coleta e sistematização de informações, além de sistemas eletrônicos de informação gerencial;
5. *Direito*: normatiza através das leis as relações sociais, nas quais as relações empresariais estão incluídas.

Ética é fundamental na *Administração Financeira*. Os padrões de conduta ou de juízo moral devem ser elevados, pois zelar pelos interesses dos grupos de relacionamento faz parte da *responsabilidade social da empresa*, e proporciona benefícios máximos, em longo prazo, aos proprietários. A propósito, faço aqui um estudo de caso ilustrativo.

Os economistas não dispõem de um laboratório com CNTP (Condições Normais de Temperatura e Pressão) para testar suas hipóteses. Por isso, a realidade viva é seu campo de análise aplicada.

Um estudo de caso de crise, ao contrário de quem sofre suas consequências, lhes deixa "felizes como um pinto no lixo". Uns idealistas dizem trabalhar em abstrato com a hipótese irrealista de equilíbrio ou "o que deveria ser", justamente, para demonstrar essa realidade ser anômala. Outros materialistas trabalham com o "concreto pensado", depois de abstrair suas hipóteses da concretude da realidade, ou seja, "o que é".

Os oportunistas aproveitam o caso para apressadamente fazer autopromoção, tipo torcedor em fim de jogo quando levanta o cartaz "eu sabia!". Praticam a "profecia reversa", isto é, julgam o processo a partir da linha-de-chegada.

Evito esta prática sobrenatural da onisciência. Mas não resisto a citar, para quem deseja circunstanciar com maior profundidade o estudo do caso de inconsistências contábeis das Americanas, divulgado em 11 de janeiro de 2023, meu Texto para Discussão "*Tempo e Dinheiro em Compras e Vendas a Prazo*", postado no site do IE-UNICAMP em julho de 2022.

Por qual razão? Nele, defendo a hipótese, com base em fatos e argumentos lógicos, de “a diferença entre o tempo de pagamentos e o tempo de recebimentos é decisivo para se manter no negócio de comércio varejista. Busca-se obter um tempo para pagamentos dos fornecedores suficiente para já ter obtido a suficiente receita de vendas das mercadorias compradas deles”.

Mais uma vez a hipótese foi testada, desta feita no mundo real. Corresponde ao *risco sacado* das lojas Americanas, também chamado de “*forfait*” (falta a um compromisso), empregado na rolagem do financiamento a fornecedores.

Ficou evidente, tanto para a opinião especializada, quanto para a opinião pública, a estratégia adotada pela rede comercial de varejo. Foi operar mais com o capital de outros em lugar do próprio capital.

O capitalista mais hábil nesse jogo poderá se alavancar, abrir capital, associar-se e elevar o capital próprio como garantia do uso do capital de terceiros. Aumentar a escala e a lucratividade com essa alavancagem financeira é *o segredo do negócio capitalista*.

Não seria incomum os comerciantes buscarem esticar o prazo de pagamento aos fornecedores e encurtar o de recebimento dos clientes. Paradoxalmente, em *Terrae Brasilis*, o vendedor força o comprador pagar a prazo com cartões de crédito!

O comprador, por sua vez, raciocina: gosto de ele pensar estar me enganando com *preço a prazo igual ao preço a vista*, mas ao pagar mais adiante vou contar com mais rendimentos de juros, em tese, perdido por ele, vendedor. “Tempo é dinheiro” segundo uma máxima da Teoria das Finanças, relacionada ao fluxo de caixa futuro trazido ao valor presente, isto é, descontado do custo de oportunidade esperado durante o período.

O problema dessa “inversão ao espelhar” é tornar o custo de vida no país mais elevado em relação ao de uma economia com diferenciação entre preços à vista e a prazo. Ocorre por conta do repasse do custo das vendas a prazo ao mesmo preço, para todos os compradores, usando ou não cartões de crédito com “datas de aniversário” futuras.

Muitas empresas não-financeiras negociam com o *tempo* – e não com o *dinheiro*, pois não o têm! Buscam pagar a prazo e descontar recebíveis para obter dinheiro à vista. Aí, com o dinheiro adiantado das vendas pagam os compromissos de compra.

Para usar recursos de terceiros na alavancagem financeira de seu negócio, buscam a *antecipação de recebíveis* dos clientes-compradores junto aos bancos comerciais. Antes, as vendas eram por meio de cheques, agora, são por meio de cartão de crédito, inclusive para a massa de pobres consumidores. Aumenta a escala dos negócios.

A denominação *bancos comerciais* teve origem histórica nessas operações de *desconto*, isto é, cobrança de uma comissão para adiantamento do dinheiro ao comerciante de suas vendas a serem recebidas a prazo. O chamado *redesconto*, feito pela Autoridade Monetária, era o empréstimo de liquidez concedido por ela aos bancos, garantido pelos títulos comerciais recebidos nos compromissos de pagamentos.

As parcerias entre grandes redes varejistas com bancos, para também adiantar esses recursos aos seus fornecedores, se multiplicam. Porém, quem tem menor poder de barganha – o pequeno empresário de um único estabelecimento comercial – necessita negociar as condições em taxas de desconto, para conseguir obter alguma vantagem nessa “indústria de recebíveis”, e socorrer de imediato o caixa.

O varejo brasileiro é *dependente de crédito* para tudo. A necessidade de “financiar o cliente” torna a demanda de capital de giro no varejo muito pesada. Piora ao pedir para os fornecedores financiarem a venda dela na mesma proporção pela qual o varejista financia o cliente. O varejo sempre exerce muita pressão por prazos mais longos.

Quando se trata de pequenos fornecedores, eles não têm capital de giro para isso. Ocorre, então, a triangulação: um banco antecipa o pagamento ao fornecedor, cobrando uma comissão por isso, e alonga o prazo para receber do varejo. Ganha *spread* entre a antecipação dos recebíveis para fornecedores e a postergação para o varejista.

A rede pode ser deduzida por aquilo capaz de fluir através dela, até mesmo o tempo, concedido em distintos prazos de pagamentos via moeda de crédito contábil.

Redes inferidas são aquelas observadas quando os meios de pagamentos ou as teorias conspiratórias são utilizados para rastrear conexões não aparentes à primeira vista. Em uma *rede observada*, como uma rede regular de clientela, só observamos a posteriori as interações realizadas entre todas as conexões e quem tem o potencial de transmitir dinheiro ou informação para outra pessoa (física ou jurídica) manipulável.

Os sistemas de apereçamentos e pagamentos representa uma enorme *rede social*, onde desconhecidos negociam entre si. Se houvesse algum modo de ver os caminhos das cédulas de papel-moeda e as ordens digitais para transferências dos depósitos à vista, veríamos essas trocas por meios de pagamentos e poderíamos, então, ser capazes de entender melhor os laços de interconexões econômico-financeiras.

O *fluxo de dinheiro* depende dos laços nessa rede social, mas também os define. O *fluxo de cédulas de papel-moeda e depósitos à vista*, além dos *recebíveis* gerados por cartões de crédito, através das redes de contato monetário, constitui a contraface do fluxo de negócios transmissíveis pelas redes de contato econômico.

A *rede* pode ser deduzida por aquilo capaz de fluir através dela, até mesmo o *tempo*, concedido em distintos prazos de pagamentos. Nesse caso, surge a *moeda de crédito*.

Qual foi a decisão crucial, capaz de alterar o contexto de maneira irreversível, a não ser à custa de assumir prejuízo, ou de “tirar o equilíbrio estável da economia”?

Após o distanciamento social, devido à pandemia, varejistas e empresas de serviços trataram de retomar suas vendas, mas sentiram uma deterioração relevante no grau de endividamento, porque o regime de meta de inflação, fixada de maneira irrealista face ao contexto inflacionário mundial, levou o COPOM (Comitê de Política monetária) do Banco Central do Brasil a colocar em quinze meses o juro real oito pontos percentuais acima da taxa de inflação tornando-o o maior do mundo!

A expectativa de a recessão mundial, devido ao fenômeno generalizado de elevação inflacionária e alta dos juros, contaminou as decisões de investimento. A fraca geração de caixa complicou o quadro de alavancagem financeira das atividades comerciais.

A análise dos balanços de uma amostra representativa das empresas de comércio e serviços mostrava, enquanto a *dívida financeira líquida* dos grupos quase dobrou, a *geração de caixa operacional* se elevou bem menos, aumentando a pressão sobre o nível de endividamento. Elevou o *grau de fragilidade financeira*.

No mesmo intervalo, o valor do lucro antes de juros, impostos, amortização e depreciação (EBITDA, da sigla em inglês) avançou em ritmo menor, em cerca de 1/5 no ano. Com isso, a relação entre dívida líquida e lucro operacional (EBITDA) foi além do dobro, embora com aceleração rápida em prazo curto ainda esteja em patamar abaixo de duas vezes, considerado o nível crítico.

Com a projeção o PIB crescer menos no ano corrente em comparação ao ano anterior, por causa de recessão mundial e ajuste fiscal local, como "freada para arrumação", o cenário era de receitas também fracas. Por conta disso, as empresas adotaram planos de investimentos mais conservadores, de forma a proteger o caixa e manter prioridade em reduções de custos e despesas. Ainda precisarão continuar a trocar (refinanciar ou rolar) dívidas em condições impagáveis nesse ambiente de juros elevados.

Apesar de a Selic ter um efeito positivo nas receitas financeiras, as despesas financeiras crescem mais aceleradamente se comparadas às receitas. As empresas pagam, em suas linhas de crédito ou debêntures, percentuais do CDI. Com juros pós-fixados, as despesas financeiras sempre ficam acima do rendimento obtido em suas receitas financeiras com juros prefixados.

A necessidade de maior capital de giro prejudica o fluxo de caixa de companhias de varejo. Necessitam ajustar o custo de carregamento de maiores estoques para um ambiente de consumo mais restrito.

No caso em estudo, milhares de acionistas minoritários, pequenos investidores em ações, retiraram valores de sua poupança, fruto de sacrifício em consumo, confiando nos nomes dos grandes

acionistas e na governança corporativa da Americanas. Iludidos com as anunciadas boas perspectivas de crescimento, registradas na análise dos seus balanços divulgados, adquiriram mais ações (ou debêntures em carteiras de Fundos de Crédito Privado) dela, até então vista como a maior rede varejista do país.

No entanto, foram detectadas *inconsistências em lançamentos contábeis*, redutores da conta de endividamento junto a fornecedores, em seguidos exercícios anteriores. As cotações de suas ações despencaram, bem como a “marcação-a-mercado” de suas debêntures.

Pressionada para levantar capital em meio a uma das maiores crises da história corporativa brasileira, a varejista colocará subsidiárias ou coligadas em negociação. Após buscar na Justiça uma medida cautelar preparatória para sua recuperação judicial, a Americanas começou a estruturar um *plano de venda de ativos*, nem todos tão líquidos.

A *venda de ativos*, para restaurar o caixa (disponibilidades), era um movimento obrigatório. Era um pilar do tripé completado com *capitalização e renegociação de dívidas*.

Para conseguir mais prazo para o pagamento de dívidas, sua direção recebeu uma série de exigências dos credores. Talvez a principal delas seja *uma capitalização imediata por seus controladores*, o bilionário trio 3G – Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Beto Sicupira.

No entanto, os bancos credores receberam com surpresa a notícia de a Americanas ter conseguido uma liminar na Justiça. Suspendeu qualquer pagamento das dívidas totais, declaradas em R\$ 40 bilhões.

“É uma vergonha, isso mostra o caráter dos caras do 3G”, disse um porta-voz de um banco. Prometeu não fazer jamais outros negócios com o trio: – “Com a gente nunca mais!”

O mundo gira, a Americanas roda... E quem se equilibra?

Capítulo 5. Finanças Públicas

As Finanças Públicas descrevem os relacionamentos financeiros entre os Estados nacionais soberanos, entidades governamentais subnacionais (estados, províncias, unidades federativas, municípios etc.), entidades públicas como agências estatais e os demais participantes do mercado financeiro. Destacam não apenas os orçamentos públicos com despesas e receitas fiscais como também o endividamento através de títulos de dívida pública.

Geralmente, em relação às decisões de orçamentos públicos e investimentos em infraestrutura, abrange uma perspectiva estratégica de longo prazo. Esses períodos estratégicos podem abranger apenas um mandato governamental ou mais anos.

São positivos quando deixam como herança um processo de desenvolvimento com planejamento orçamentário adequado. São negativos quando a herança é “maldita” com “bomba-relógio” a explodir no próximo governo da oposição quando se espera a alternância democrática no Poder Executivo.

As Finanças Públicas dizem principalmente a respeito ao processo orçamentário submetido ao Poder Legislativo e, depois de aprovado, ao Poder Executivo:

- identificação das despesas necessárias de cada entidade ou órgão do setor público;
- fonte(s) da receita dessa entidade e/ou alocação da arrecadação fiscal;
- emissão de títulos de dívida pública para projetos de obras públicas ou sua rolagem.

Os Bancos Centrais são fortes *players* nas Finanças Públicas, atuando como *emprestadores de última instância*, tanto para bancos, como para o Estado nacional quando permitido por lei, por exemplo, em operações compromissadas (*open-market*) a carregar títulos de dívida pública para gerenciamento da liquidez. Como têm decisivas

influências nas condições monetárias e de crédito na economia, tratarei deles em Finanças Bancárias.

Em seu livro *Caminhos da Política Fiscal no Brasil*, publicado em 2013, Francisco Luiz Lopreato aponta como decisivos para as Finanças Públicas os fundamentos teóricos adotados:

1. a orientação teórica na escolha da política fiscal delinea os traços fundamentais das medidas concretas; e
2. as alterações na referência teórica do governo de plantão influenciam as reformas fiscais.

Tomarei como referência seu primeiro capítulo, onde retrata a evolução da análise da política fiscal no campo teórico. Mostra a mudança de entendimento do papel da política fiscal desde Keynes até a emergência do atual consenso dominante, conhecido como a Nova Síntese Neoclássica (NSN).

Após treze anos de social-desenvolvimentismo no governo brasileiro, voltou a dominância da ideologia do *laissez-faire*, parte da expressão em língua francesa *laissez faire, laissez aller, laissez passer*, com significado literal de “deixai fazer, deixai ir, deixai passar”. Simbolizava o neoliberalismo econômico, em sua defesa exclusiva de o mercado funcionar livremente, sem interferência, com poucos impostos e sem subsídios, apenas com regulamentos suficientes para proteger os direitos de propriedade.

A concepção teórica da NSN praticamente descartou a relevância da política fiscal para controle da demanda agregada e, daí, o produto efetivo. Restou sua substituição pela política monetária através de alterações da taxa de juro, cujo efeito é assimétrico: eficaz para provocar recessão, ineficaz para retomar o crescimento econômico.

A política fiscal ficou restrita à tarefa de manter a solvência da dívida pública. Nesse discurso neoliberal, evitaria alterações bruscas das principais variáveis macroeconômicas (câmbio e juros) e garantiria condições favoráveis ao aumento do valor de mercado das ações, seja pela maior distribuição de dividendos, seja pelo decorrente ganho de capital.

A visão keynesiana enxergava a intervenção pública como capaz de evitar as oscilações na atividade econômica, ocupando com gasto público o vácuo deixado pelo gasto privado, aprisionado em *armadilha da liquidez*, durante uma grande depressão deflacionária. Nessa ocasião, baixar a taxa de juro básica não estimularia a expansão da capacidade produtiva, porque a ociosidade dela estaria predominante.

Inicialmente, essas proposições de Keynes foram relegadas a ações em curto prazo, em situações de recessões, dado o inegável registro de crescimento do PIB por efeito de investimentos em infraestrutura, implementados como política pública. Sanariam as falhas do mercado, provocadoras das oscilações da demanda agregada, e compatibilizariam certo nível de emprego com a inflação tolerável.

Os keynesianos defendiam a ação prioritária do governo nesse investimento produtivo – e não na expansão do consumo – por ser decisivo na dinâmica do crescimento da renda e se contrapor às expectativas pessimistas dos agentes privados. Mas colocavam no centro das decisões as medidas de efeito em longo prazo para manter o nível adequado de demanda agregada ao crescimento sustentado.

Iniciarei esse capítulo com uma resenha das ideias das Finanças Funcionais, elaboradas por Abba Lerner, como sendo a maior referência keynesiana. Depois, apresentarei a Nova Síntese Neoclássica referente à política fiscal e à Economia da Confiança, defensora de regras. Como nos demais capítulos, seguem-se os tópicos aplicados de Administração Fazendária e Contabilidade Fiscal.

Endividamento Público em Finanças Funcionais

Abba P. Lerner, no Capítulo 24 (*Interest, Investment and Employment III - Functional Finance*) do seu livro *Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, publicado em 1944, anuncia: “existem instrumentos eficazes nas mãos do governo para manter o pleno emprego e prevenir a inflação. Infelizmente, seu uso é prejudicado por fortes preconceitos”. *Nunca um prognóstico foi tão realista!*

Esses instrumentos não são utilizados enquanto não se reconhecer o tamanho da dívida pública em moeda nacional ser relativamente sem importância.

O primeiro obstáculo mental é a falta de inteligência em ver o tamanho da dívida pública, quando detida pelos cidadãos do país, ser uma questão de quase nenhuma significância social ao lado da importância de manter o pleno emprego. A dívida nacional não é um fardo para a posteridade, porque se a posteridade pagar a dívida, quem receberá o pagamento será esta mesma posteridade viva.

Em visão sistêmica, *dívida pública interna não é um fardo para a Nação*. Afinal, impostos arrecadados dos cidadãos como contribuintes para pagar o serviço da dívida são recebidos pelos cidadãos como detentores de títulos do governo. Ideal seria se fossem os mesmos...

A dívida nacional não é um sinal de pobreza nacional, assim como *os certificados de posse de títulos de dívida pública não são um sinal de riqueza nacional*: os dois valores se anulam exatamente em qualquer medida da riqueza nacional. Assim como aumentar a dívida nacional não torna a nação mais pobre, reembolsar a dívida nacional não torna a nação mais rica.

Não é verdade o lugar-comum de fiscalistas obtusos: "a dívida nacional deve ser paga em algum momento". Analogamente, não é verdade todos os bancos deverem pagar todas as suas dívidas com os seus depositantes em algum dia catastrófico, assim como todas as empresas e corporações terão de ser dissolvidas, algum dia, para pagar todas as obrigações aos indivíduos investidores em suas ações ou debêntures.

Cada comprador individual de títulos do governo deve ser capaz de receber seu dinheiro no vencimento, mas outro credor pode substituí-lo quando isso acontecer, se o indivíduo não desejar renovar seu empréstimo. A dívida nacional pode continuar a ser *rolada* (refinanciada), assim como uma floresta pode durar para sempre, mesmo quando cada árvore nativa nela cair, porque outras já terão crescido.

Tampouco é verdade os juros da dívida nacional de propriedade interna serem um fardo para a Nação. Ela não se torna “falida” por conta de suas dívidas internas.

Os pagamentos de juros não são perdidos pela Nação. Eles são apenas transferidos para os contribuintes destinatários ou novos credores do Estado nacional.

Se for difícil ou indesejável aumentar os impostos, o pagamento de juros pode ser feito, sem sobrecarregar a Nação como um todo, tomando emprestado novo dinheiro ou imprimindo-o.

O preconceito contra a impressão da moeda nacional e contra o endividamento público parece ser muito mais forte quando o objetivo é pagar juros em vez de quando se trata imprimir papel-moeda ou tomar emprestado para salvamento do setor privado. Os efeitos são, no entanto, exatamente os mesmos.

A visão de a dívida pública ser algo ruim a ser evitado ou minimizado, quando na verdade *ela não é em si nem boa nem má*, baseia-se em dois grandes equívocos.

O primeiro é considerar a Nação, ou o governo representativo dela, como uma empresa, a qual provavelmente entrará em dificuldades se ficar muito endividada. Pode, então, não ser capaz de cumprir as suas obrigações e ser forçada à falência.

A estranha noção do risco de um país “ir à falência”, caso tenha uma grande dívida interna, só pode ser explicada como resultado de capitalistas privados construírem uma concepção do Estado à sua própria imagem. Pior, imprimem essa mitologia nas mentes dos outros membros da sociedade capitalista, inclusive de seus economistas fiscalistas qualificados como “Zé Regrinhas”.

O outro grande equívoco está em olhar apenas para um lado da relação dívida-crédito. Toda dívida é um débito com um crédito correspondente, ou seja, alguém a quem a dívida seja devida.

Quando o governo incorre em uma obrigação, ela é vista não do ponto de vista do comprador do título do governo, quando apareceria como um crédito, mas sob o ponto de vista do governo, onde está escrito no outro lado do livro-razão como um débito ou

uma dívida. É então considerado como *uma indicação da pobreza nacional*.

No entanto, em moeda nacional, nem a dívida governamental nem a dívida privada dão qualquer indicação da *verdadeira riqueza da Nação*. Ela reside na habilidade profissional e na atividade de seus habitantes, além dos recursos naturais e equipamentos com os quais podem cooperar para aumento da produtividade.

Para Lerner, "só a *dívida externa*, contabilizada em moeda estrangeira, empobrece a Nação quando for paga. O aumento da dívida com outros países ou com os cidadãos de outros países indica empobrecimento do país mutuário e enriquecimento do país mutuante".

Mesmo essa colocação de Lerner pode ser questionada se a alavancagem financeira aumenta a escala da produção e, portanto, da geração da renda. Logo, mesmo descontando as despesas financeiras – serviço da dívida e amortização – posteriores, serão descontadas de um fluxo de renda superior ao gerado caso não fosse tomado o empréstimo.

Porém, vale a advertência de Lerner sobre o endividamento interno ser uma questão de transferência de riqueza entre agentes internos. "Assim como o endividamento interno não dá realmente ao país nada além daquilo não possuído, para começar, o pagamento da dívida ou o pagamento de juros não tira nada do país como um todo".

Se o governo toma dinheiro emprestado, ao colocar títulos de dívida pública no mercado, eleva a propriedade privada. Acrescenta riqueza financeira sob forma desses títulos à riqueza imobiliária, bens automotores, aeronaves etc.

A riqueza nacional não crescerá se o dinheiro captado for só destinado à rolagem dessa dívida, mas a capitalização dessa riqueza financeira com juros compostos aumentará a possibilidade de compra de ativos existentes no futuro por seus possuidores.

Por causa dessa concentração (e acumulação) de riqueza financeira, uma grande dívida pública interna, geralmente, é malvista

pela esquerda. Ela se opõe devido essa dívida propiciar um enriquecimento de poucos.

Critica a maneira extremamente desigual pela qual esse estoque de propriedade privada tende a ser distribuída entre a população. Antes disso, há *a concentração do fluxo de renda*, por exemplo, no Brasil, em 2021, os 10% mais ricos do País recebiam 41,3% de toda a massa de renda nacional e a faixa da classe média (cinco decis de 40% a 90%) detinha 45,3%, sobrando apenas 13,5% para os 40% mais pobres.

Enfim, para o autor das Finanças Funcionais, ao contrário de endividamento de Pessoas Físicas e Pessoas Jurídicas, *a dívida pública interna não terá de "ser paga em algum momento"*.

Em síntese, *Finanças Funcionais* é o nome dado por Abba Lerner à teoria do endividamento do governo de acordo com as seguintes três regras (Lerner, 1941):

1. *O governo deve manter um nível razoável de demanda em todos os momentos.* Se não há gastos suficientes e, portanto, há desemprego excessivo, o governo deve reduzir impostos ou aumentar seus próprios gastos. Se houver gastos excessivos, o governo deve evitar a inflação, reduzindo suas próprias despesas ou pelo aumento de impostos.
2. *O governo deve tomar dinheiro emprestado, quando deseja aumentar a taxa de juros, e emprestar dinheiro ou pagar dívidas, quando deseja baixar a taxa de juros, mantendo assim aquela taxa de juros indutora do maior montante de investimento.*
3. *Se qualquer uma das duas primeiras regras entrar em conflito com os princípios de 'finanças públicas sólidas', seja o de equilibrar o orçamento, seja o de limitar a dívida nacional, tanto o pior para esses princípios. A impressora do governo deverá imprimir o papel-moeda necessário na execução dessas regras.*

O propósito de Lerner, ao propor essas regras de Finanças Funcionais, era mudar o foco de pensar sobre as Finanças Públicas a partir de *princípios financeiros sólidos*. Equilibrar o orçamento, em certas circunstâncias, pode fazer sentido para as Finanças Pessoais

ou as Finanças Corporativas, mas é desnecessário adotar esses princípios de “Finanças Sólidas” na economia agregada, ou seja, na Macroeconomia. Nela, as decisões governamentais de cortar gastos e aumentar a tributação têm consequências danosas sobre o nível de atividade econômica.

Porque os efeitos secundários das decisões de gastos e decisões de poupança deviam ser levados em conta na economia agregada, os dois tipos de decisões eram diferentes. Para esses princípios financeiros sólidos para a Macroeconomia, ele deu o nome de “Finanças Funcionais”.

Ao introduzir essa visão keynesiana no debate público, seu objetivo era fazer os economistas se concentrarem nas consequências positivas do endividamento público. Deveriam repensar então geralmente aceite a partir do *individualismo metodológico*, mas pouco pensado criticamente sobre regras de Finanças sólidas. O *holismo metodológico* permite essa visão do todo com compensações internas entre os setores institucionais da Nação.

A apresentação de Lerner dessas regras de Finanças Funcionais causou muita agitação, nas décadas de 1940 e 1950. Na ocasião, a maioria dos keynesianos, incluindo Keynes, já estava sendo politicamente questionada sobre as implicações fiscais das ideias keynesianas para a política econômica.

Assim, quando Lerner propôs pela primeira vez essas regras e as elaborou em seu famoso *The Economics of Control* (1944), muitos keynesianos da época, incluindo Keynes, recuaram em relação à adoção delas. Essa reação levou Lerner a debater as Finanças Funcionais, tanto com keynesianos, quanto com não-keynesianos. Hoje, voltaram ao debate, resgatas pela vanguarda intelectual dos economistas críticos ao *mainstream*.

Nova Síntese Neoclássica e Política Fiscal

Segundo Lopreato (2013: 10), “o avanço da síntese neoclássica obscureceu a prática implícita no princípio das Finanças Funcionais. A chamada política keynesiana manteve, ao menos no curto prazo, os efeitos da política de estabilização da demanda agregada e a ideia de equilíbrio abaixo do pleno emprego, valorizando o papel da política

fiscal, mas se afastou dos ensinamentos de Keynes e das proposições de Lerner”.

John Hicks com seu modelo IS-LM reapresentou a *Teoria Geral* de Keynes com um poder explicativo restrito às condições de Grande Depressão. De acordo com seu entendimento do conceito de preferência por liquidez, seria a quantidade de moeda a determinante da taxa de juro – e não a renda, como era visto no modelo clássico de juros determinados por poupança e investimento.

Os resultados esperados por Keynes, segundo Hicks, só seriam válidos na situação especial de *armadilha de liquidez*. Apenas nesse caso o maior volume de investimentos públicos não provocaria o aumento da taxa de juro desestimulante de investimentos privados.

O confronto entre a perfeita flexibilidade dos salários e preços, de acordo com o *modelo neoclássico do market Clearing*, e os preços flexíveis e os salários rígidos, hipóteses adotadas no *modelo keynesiano*, levaria à conclusão de o ajustamento só não ocorrer em razão das condições contratuais de rigidez do mercado de trabalho.

Sendo assim, de acordo com essa *síntese neoclássica-keynesiana*, não se absorveria a totalidade da mão de obra dispostas a se empregar dentro dos níveis vigentes de salário real. Superada a rigidez de preços e salários, haveria a absorção do excesso de oferta de trabalho, devido aos efeitos da queda dos salários nominais sobre os preços, a taxa de juros, o investimento e o produto, levando a economia de volta à posição de equilíbrio de pleno emprego.

Ele reafirma a visão pré-keynesiana de inevitabilidade do pleno emprego e ao caráter limitado da proposta da Teoria Geral apenas ao curto prazo. Seria quando ocorreria a falha de mercado, no caso, a falta de flexibilidade no mercado de trabalho. Superado isso pela força do desemprego, afinal, prevaleceria o pleno emprego em longo prazo.

Richard Abel Musgrave (1910-2007) foi um economista norte-americano de ascendência alemã. Em *The Theory of Public Finance* (1959), criticou a política fiscal proposta a partir dos modelos de crescimento.

Argumentou não bastar a elevação da taxa de poupança, porque se não houver condições favoráveis ao investimento, o efeito pode ser o de retardar o crescimento e comprometer a equidade do sistema tributário.

O desafio é promover o aumento de investimento. Ele não é decorrente da redução do nível geral de impostos, ou seja, *a desoneração fiscal é ineficaz nesse sentido.*

O corte de impostos e de gastos de custeio, apesar de politicamente atraente para a boa relação do governo com agentes de O Mercado financiadores de campanhas eleitorais, não garante por si só o crescimento econômico. Deve ser acompanhado de medidas capazes de elevação da demanda efetiva, evitando a ociosidade da capacidade produtiva.

Musgrave propõe a *abordagem normativa* no tratamento das Finanças Públicas como forma de lidar com os potenciais conflitos entre os objetivos micros e macroeconômicos da política fiscal. Levaria em conta os valores sociais e políticos específicos de cada sociedade para encontrar os meios de conciliar as preocupações com:

1. a demanda agregada e a inflação;
2. a eficiência do setor público por uma definição do tamanho do Estado pela carga tributária aceitável;
3. os aspectos distributivos colocados pela estrutura tributária e o sistema de transferências de renda para assistência social.

Sua proposta defendia um apropriado arranjo institucional e a definição de regras de conduta ao agrupar a política fiscal em três funções básicas: *alocação, distribuição e estabilização*. A política orçamentária seria a resultante desses três planos interdependentes.

A tarefa da ação discricionária era intervir de modo a defender a alocação eficiente de recursos. Criaria mecanismos, via sistema tributário e pagamentos de transferências, para correção da distribuição de renda.

Caberia à função de estabilização a sustentação do nível de atividade econômica e a estabilidade do poder aquisitivo da moeda.

Garantiria a manutenção dos níveis de emprego e preços em limites aceitáveis socialmente.

Seu modelo afastou a ideia do pleno emprego e retirou a política fiscal da posição de determinante única do emprego e da renda. Aceitou, no entanto, a ideia keynesiana de determinação da renda pela demanda.

O modelo Mundell-Fleming ou modelo IS-LM-BP, desenvolvido por Robert Mundell e Marcus Fleming, é uma extensão do modelo IS-LM, aplicado a uma economia aberta com governo, por meio da introdução da curva BP (Balanço de Pagamentos). O modelo trata da relação de curto prazo entre a taxa de câmbio real (indicadora da competitividade da economia) e o produto Y da economia.

O modelo Mundell-Fleming demonstrou as condições para via política fiscal e/ou da política monetária para alcançar o equilíbrio geral, isto é, *interno* (emprego e inflação) e *externo* (balanço de pagamentos), vinculadas à escolha do regime de câmbio e do controle de entrada e saída de capital. Ambas as políticas seriam mais eficazes para restabelecer o equilíbrio interno em países com *regime de câmbio flexível em lugar do câmbio fixo*.

Essa *síntese neoclássica-keynesiana* firmou-se como o pensamento teórico dominante e a base da política econômica de diferentes países durante certo tempo. Foi assim até os monetaristas, seguidores de Milton Friedman, apresentarem-se como adversários dessa visão dominante, baseados em crítica a três pontos:

1. *o papel secundário ou a inoperância da oferta de moeda*, sem influenciar a atividade econômica em condições de desemprego;
2. *o uso de medidas discricionárias*, em lugar de regras, como instrumento de estabilização da economia;
3. *a efetividade da política fiscal*, questionando seu papel proeminente nas propostas de política econômica keynesianas.

Os monetaristas negavam a influência do montante real de gastos públicos nas flutuações da renda monetária e o papel da política fiscal em estabilizar o nível de atividade, incentivar os investimentos e as relações pressupostas entre a renda e o consumo.

Para eles, a alteração na oferta de moeda era o fator determinante da mudança na renda nominal e do comportamento cíclico da economia.

Ao negarem a existência de relação sistemática entre gastos autônomos, independentemente da renda, e consumo, bem como a importância do multiplicador no valor da renda nominal, colocavam o *controle da oferta de moeda* como a variável-chave das mudanças econômicas.

A crítica monetarista voltou-se *contra a política econômica ativista* de origem keynesiana. Condenou o uso de ações discricionárias como medidas fiscais compensatórias por causa das defasagens temporais, longas e variáveis, entre causas e efeitos.

Em seu lugar, defendeu a imposição de *regras constitucionais permanentes*, independentemente das fases do ciclo econômico-financeiro. Ditariam a condução da política monetária e da política de receita e gastos públicos.

Friedman atrelava o consumo à *renda permanente* (a renda média esperada pelo consumidor para o futuro) para refutar o elo entre o consumo e a *renda corrente* proposto pelos keynesianos. Assim, a política tributária não teria o poder de alteração da propensão a consumir ao longo da vida e o multiplicador com intervenções na *renda disponível*.

Os monetaristas defendiam a hipótese de a propensão a poupar ser independente do nível de *renda corrente* e estar atrelada à expectativa de comportamento da *renda permanente*. Esta seria o fator responsável pelo aumento da participação do consumo no valor da renda. Por conta dessa *renda permanente*, também uma distribuição de *renda transitória* não influenciaria a propensão a poupar.

Os gastos de consumo seriam determinados em *rendas passadas e esperadas*, em longo prazo, portanto, desvinculados das alterações da *renda corrente*. O consumo seria então um *gasto autônomo*, isto é, não induzido pelo aumento da renda, provocado pelo efeito da ampliação dos gastos públicos sobre o multiplicador, inclusive este seria inferior ao imaginado pelos keynesianos.

Friedman defendeu a política monetária ser o instrumento adequado para a estabilidade dos preços, mas não servir ao propósito de determinar o nível de desemprego. Não haveria o *trade-off* entre a inflação e o desemprego como imaginado pelos autores da síntese neoclássica. Quando os trabalhadores incorporassem a reposição inflacionária à barganha salarial, o desemprego retornaria ao nível natural.

Os monetaristas defendiam a hipótese de a política monetária ter *efeito real* apenas em curto prazo. No longo prazo, prevaleceria o conceito neoclássico de *neutralidade da moeda*. Por isso, as medidas discricionárias se tornariam inofensivas.

Segundo Lopreato (2013: 37), “o terceiro foco da crítica monetarista procurou mostrar a baixa efetividade da política fiscal em comparação à política monetária”. A política ativa não seria capaz de contrabalancear os movimentos de oscilações da atividade econômica e a alocação de regras seria o melhor caminho rumo à estabilidade.

A alteração principal no debate ocorreu com a *doutrina novo-clássica*, não por acatar a hipótese de expectativa racional, mas sim por aceitar a ideia de flexibilidade de preços e salários propiciar *market Clearing* contínuo, contrariando keynesianos e monetaristas.

O padrão de comportamento dos agentes econômicos não se alteraria a tempo de ter efeito real, exceto no caso de mudanças surpreendentes na política econômica. Todas as mudanças esperadas nas ações governamentais ou nas regras econômicas seriam compreendidas e precificadas antecipadamente. Os agentes econômicos logo alterariam seu comportamento de acordo com as novas condições esperadas.

A *abordagem das expectativas racionais* estabeleceu o consenso entre os participantes de O Mercado desejosos de obter regras favoráveis a si, impostas aos governos, mesmo em caso de alternância democrática eleitoral de poder. As autoridades econômicas, na escolha das medidas adotadas, sempre teriam de levar em conta o impacto de suas decisões nas expectativas dos agentes.

Caso contrariados, estes reagiriam, assumindo posições baseadas na avaliação do regime de política econômica e do

ambiente de negócios esperados, com respostas diferentes conforme a confiança ou não na continuidade da estratégia adotada. Seria quase uma obrigação as autoridades econômicas se comprometerem com *as regras do jogo favoráveis ao deus-mercado*, senão iriam para um inferno!

A definição de *um regime permanente de política econômica, com responsabilidade fiscal*, na perspectiva teórica novo-clássica da Economia da Confiança, seria a condição do sucesso governamental – e não o atendimento da *responsabilidade social* com os desfavorecidos pela sorte do berço. A adoção desse regime estaria sujeita ao problema de inconsistência intertemporal, pois os comportamentos dos agentes seriam baseados em expectativas racionais sobre as futuras políticas.

O paradoxo é O Mercado aceitar, assim, O Estado ser o dirigente econômico – e não as forças de oferta e demanda do mercado! A confiança guiaria a economia, porque caso os agentes econômicos acreditem em o governo estar deixando de seguir as políticas definidas anteriormente, eles alterariam suas decisões e os efeitos esperados da política econômica não seriam alcançados.

O regime de política econômica consistente temporalmente seria mais exigente se comparado ao regime de comunhão de bens em um casamento. Aquele exige permanente fidelidade!

A credibilidade deve ser construída, cotidianamente transformada em meta inalienável. A política econômica tem de ser vista como *processo contínuo*, independentemente de choques exógenos inesperados ou flutuações cíclicas, pois os agentes privados têm de crer na manutenção futura das políticas atuais para sempre...

Os tementes de O Estado se comportam como evangélicos crentes. Caso ocorra descontinuidades, afetarão o clima esperado. Um “climão” provocará risco de turbulências e prejudicará a todos. Estabelecer a reputação de confiabilidade e credibilidade dos condutores da política econômica é sagrado.

Os economistas novos-clássicos alteram o foco da política fiscal e negam seu papel de instrumento de manipulação da demanda agregada, privilegiando a defesa de *regras*, a credibilidade no regime de política econômica, a consistência intertemporal das medidas

adotadas e a estabilidade econômica. Aceitam só existir espaço de intervenção governamental caso seja de oferta de bens e serviços ao setor privado. *A política fiscal é, então, vista pelo lado da oferta.*

Este papel da política fiscal diverge das óticas anteriores, pois deixa de ter a ver com a sustentação da demanda efetiva ou com a correção de falhas do mercado. O papel do governo deve ser apenas o de orientar as políticas públicas na oferta de serviços produtivos sem desobedecer a restrição orçamentária.

O efeito induzido pelas medidas fiscais depende, inteiramente, das respostas dos agentes privados com aumento da produtividade. Resulta do tipo de imposto usado no financiamento da expansão da despesa pública. Os próceres de O Mercado não aceitam arcar com o aumento da carga tributária via impostos progressivos.

Contra as premissas novo-clássicas, os *economistas novos-keynesianos* fazem propostas baseadas em dois pontos fundamentais:

1. as flutuações em variáveis nominais influenciam o produto e o emprego em curto prazo;
2. a existência de imperfeições no mercado é crucial para o entendimento das flutuações econômicas.

Isso, segundo Lopreato (2013:50), os “levou à rejeição do *market Clearing* no curto prazo e à construção de fundamentos microeconômicos. As múltiplas imperfeições sistêmicas geram rigidez de preços no plano macroeconômico, impedindo a volta ao equilíbrio logo após a ocorrência de choques, e provocam efeitos reais no produto e no emprego”.

Os novos-keynesianos se distinguem dos velhos-keynesianos porque não mais priorizam as políticas corretivas com controle da demanda agregada e passam a discutir apenas as condições de oferta. Logo, o espaço de atuação da política fiscal é reduzido.

Acreditam no caráter limitado das políticas de estabilização e na política monetária como instrumento mais potente em lugar da política fiscal em determinar as flutuações econômicas. Ela pode ter papel ativo na gestão da demanda agregada.

No entanto, aceitam a Economia da Confiança e daí a importância de se estabelecerem as condições institucionais, entre outras, a *independência do Banco Central*, capazes de assegurar a credibilidade e a reputação da Autoridade Monetária compatíveis com a âncora nominal, adotada no controle da inflação. Do mesmo modo, a *âncora fiscal* deve ser adotada no controle do gasto público.

Esse controle das contas públicas ocupa um lugar chave face ao *risco da dominância fiscal*, mesmo aceitando a política fiscal ocupar um lugar secundário na tarefa de controle da demanda agregada por causa dos seus longos e variados atrasos. É considerado prioritária a relação entre o déficit fiscal e a dívida pública, sob o risco de o descontrole fiscal, no longo prazo, reduzir o estoque de capital na riqueza nacional, além de, no curto prazo, influenciar juro, câmbio e balanço de pagamentos.

“A mudança na percepção da *trajetória da situação fiscal* é vista como fator capaz de influenciar a composição das aplicações financeiras e os movimentos de capitais, com repercussões no prêmio de risco, no câmbio e na taxa de juros” (Lopreato, 2013: 52).

O comportamento da taxa de juro passou a ser visto como dependente da *credibilidade* da Autoridade Monetária e do déficit público esperado. A estabilidade requereria a ampliação do ajuste estrutural, capaz de convencer O Mercado do compromisso com a disciplina fiscal.

A capacidade de o governo adotar a *política fiscal apropriada*, caso ocorram alterações bruscas na economia local ou mundial, ficaria cerceada pela vigência de *regras fiscais* para obtenção das metas desejadas pelos tementes ao deus-mercado. Apesar do contrassenso, preferem manter a fé na *política fiscal inapropriada à conjuntura* não sofrer descontinuidade mesmo perante a turbulência.

Ancoragem das expectativas de O Mercado é princípio sagrado!

A Nova Síntese Neoclássica (NSN) combina os elementos essenciais das correntes novo-clássica e novo-keynesiana. A política monetária ocupa o lugar central e a política fiscal se torna secundária pelas seguintes razões:

1. a ação monetária tem efeito duradouro sobre as variáveis reais, devido ao processo gradual de ajuste dos preços;
2. há um pequeno *trade-off* entre inflação e atividade real em longo prazo;
3. a eliminação da inflação permite ganhos significativos de bem-estar, decorrentes da redução das distorções dos preços relativos;
4. a credibilidade tem papel crucial no sucesso da política monetária, baseada em regras, como acontece no regime de metas de inflação.

Mantida a estabilidade da política fiscal, a taxa de juro é o instrumento básico da política monetária capaz de assegurar a equivalência entre a demanda agregada e o produto potencial. O papel do Banco Central é apenas fixar a taxa de juro, mecanicamente, em resposta aos desvios em relação à meta de inflação programada.

O papel da política fiscal como instrumento de estabilização é deixado em segundo plano. Sua atuação é vista como alternativa somente em situações particulares, sem intervir na credibilidade da política monetária e mantendo os orçamentos públicos equilibrados ao longo do ciclo económico.

A política fiscal ganha destaque, devido às circunstâncias especiais de perda de poder de atuação da política monetária, como na política de afrouxamento monetário com zeragem do juro básico perante uma longa recessão deflacionária. Aí, "salve-se quem puder"... ou, em bancarrotas e quebras, "divino governo, me acuda!"

A reza da NSN prega a expectativa de deterioração da situação fiscal por inconsistência intertemporal assumir logo o carácter de ameaça iminente à estabilidade inflacionária. Mesmo antes de o gasto público pressionar o produto efetivo, os agentes racionais já incorporariam as expectativas pessimistas no comportamento de preços, juros e câmbio, forçando a Autoridade Monetária a reagir com elevação de juros a fim de compensar o efeito fiscal.

O governo deve se comprometer em ajustar o orçamento fiscal em resposta a qualquer ocorrência capaz de afetar o valor da dívida

pública e/ou de seus encargos financeiros. O sucesso da ação do Banco Central em estabilizar os preços dependeria de a restrição orçamentária ser capaz de manter o controle da dívida pública.

Quanto à possibilidade de *default* na dívida pública, confunde-se “alhos com bugalhos” ao não se distinguir o calote no endividamento externo por carência de divisa estrangeira nas reservas cambiais e o risco inexistente de insolvência no endividamento público interno em moeda nacional. Com má fé, essa confusão propicia o *argumento do risco fiscal se transformar em risco cambial* por aversão ao risco dos investidores estrangeiros.

A fuga de capital reduz o fluxo de entrada e deprecia a moeda nacional com impacto negativo em *inflação importada*. A alternativa, nesse caso de ameaça à credibilidade na solvência governamental, não seria recorrer à política de juros, mas sim ampliar o esforço fiscal para o ajuste intertemporal das contas públicas como a prioridade da política econômica.

“A *âncora fiscal* é o instrumento capaz de afastar a ameaça de *default* e reverter a percepção de risco dos investidores, fatores cruciais na manutenção da atratividade os títulos de dívida pública e do fluxo de capitais externos” (Lopreato, 2013: 70).

Embora os instrumentos de política econômica aparentemente sejam muitos, grosso modo, reduzem-se a quatro: política fiscal, política monetária (juros e crédito), política cambial e controle de entrada/saída de capital. Pior, os economistas ortodoxos não sabem exatamente como combiná-los. Não têm certeza sobre quais são, como devem ser utilizados e se irão ou não obter o resultado almejado.

Se a crise do pensamento econômico do *mainstream* devolverá à política fiscal um papel relevante de gestão da demanda agregada, para a retomada do crescimento econômico sustentado em longo prazo, ainda é uma questão em aberto.

Fadinha da Confiança com Regra

O discurso fiscalista-conservador sobre déficit orçamentário é sempre proferido por “vigilantes de títulos”. São crentes na “fada da confiança”.

Caso o governo não corte seus gastos, para evitar o déficit, os vigilantes dos títulos de dívida pública ameaçam fugir para o dólar, forçando a alta da taxa de juros de referência. Mas se cortar todos os gastos (exceto os encargos financeiros), a “fada da confiança” o recompensará, estimulando os gastos privados de modo a preencher o vácuo dos gastos públicos.

O clássico conto de fadas da Bela Adormecida está repleto de significados. A figura do pai, por exemplo, está ligada à imagem do protetor da filha de todo o mal, mesmo caso essa tarefa se revele impossível. São “os vigilantes dos títulos” ao dizer estarem protegendo a Nação...

A feiticeira, por outro lado, personaliza a vingança e o desejo de devolver o dano feito a ela. Representa os especuladores em fuga para o dólar, mesmo se este *risco cambial* seja muito superior ao *risco soberano* dos títulos de dívida pública – e pague menos.

A princesa, isto é, a Nação, é a maior vítima do feitiço, só é salva graças a um valente príncipe, naturalmente, O Mercado. Esse ser onipresente, onisciente e onipotente nos adverte: devemos ser resilientes e buscar tudo aquilo desejado, individualmente, apesar de muitos outros terem tentado e fracassado nessa ambição gananciosa.

A protagonista – a dívida pública – carrega as características de uma mulher passiva, sempre esperando para ser libertada por uma figura masculina: O Mercado. Esse clichê se repete nas várias versões do conto de fada, gerando algumas críticas dos adeptos da pauta identitária contemporânea.

Porém, os observadores críticos alertam: cortar um déficit público, durante uma crise recessiva, nunca poderá causar uma recuperação inclusive da arrecadação fiscal. A crítica é construtiva, pois oferece alternativa.

A retórica conservadora-fiscalista pode impedir uma boa política desenvolvimentista ser adotada, mas não pode impedir ela ter

sucesso caso sua pregação for contrariada. Acima de tudo, os economistas ortodoxos não conseguem fazer uma política ruim funcionar, como é demonstrado em qualquer governo neoliberal implantador de *estagdesigualdade*, isto é, estagnação da renda e concentração da riqueza.

Um velho argumento, recorrentemente usado pelos fiscalistas “vigilantes dos títulos”, é: as expectativas adversas afetariam os resultados de uma política, não apenas as chances de sua adoção. Caso as pessoas pensem o endividamento do governo ser simplesmente impostos diferidos, elas economizariam mais para pagar esperados impostos futuros.

Esta releitura novoclássica com expectativa racional é conhecida como *Equivalência Ricardiana*: se o governo aumenta os impostos, os contribuintes os pagam de imediato; se o governo lança títulos de dívida pública, os contribuintes antecipam terem de pagar mais impostos no futuro para resgatar essa dívida. Logo, haverá queda imediata da renda disponível, pois haverá corte de gastos privados para aumentar a poupança e conseguir pagar impostos mais adiante. Podes crer...

O equívoco dessa linha de pensamento é projetar todos os agentes econômicos raciocinarem, equivocadamente, tal como os economistas novoclássicos... A confiança no equilíbrio das Finanças Públicas dirigiriam todas as decisões econômico-financeiras!

O fator *confiança* afeta todas as tomadas de decisão? Depois, afeta *os resultados das decisões*? Racionalmente, a confiança não pode fazer uma política econômica ruim ter *bons resultados*, e a falta dela não pode fazer uma boa política ter *resultados ruins*...

A Economia da Confiança não é uma teoria econômica, mas sim um pressuposto processo ideológico de vinculação social. Essa noção de Economia é espécie de comunicação compulsória, impondo coletivamente certas formas de produzir e consumir bens e serviços por meio de compartilhamento de expectativas uniformes.

Pressupõe (sem comprovação) ser possível essa mudança na regulação dos laços sociais no modo de vida atual: O Mercado busca se desincrustar da sociedade – e tenta a submeter. Karl Polanyi

adverte: isso sempre gerou graves problemas, inclusive bélicos, em reação.

Transforma Economia em Psicologia Coletiva. Bom estado de confiança não incita os agentes econômicos a estarem prevenidos contra o imprevisto.

Quando advém um período de desconfiança, os investidores tornam-se inseguros e ariscos, acentuando a compra e a venda precoce. Agiriam, uniformemente, em comportamento de manada.

O “estado de confiança na independência do Banco Central” refere-se à sua capacidade de provocar uma brutal recessão punitiva a quem duvidar de sua credibilidade de entregar a meta de inflação. Se o Banco Central retira o apoio de emprestador em última instância, gera quebra na confiança nos bancos – e corrida bancária.

A confiança nos preços dos ativos requer ausência de volatilidade nas taxas de juros e nas condições gerais do crédito. Afinal, *crédito é a confiança de receber de volta o dinheiro emprestado*. Essa palavrinha-mágica – *crédito* – qualifica a fadinha da confiança!

A literatura teórica novoclássica resume tudo em *credibilidade*. Seria o grau de confiança do público em determinada mudança na política ter tomado lugar quando, de fato, tal mudança realmente ocorreu. *'tendeu? Reinaria o idealismo contra o materialismo!*

Em Grande Depressão, governo, venha a nós o vosso reino! Em afrouxamento monetário, governo, para confiança em sua reputação, adote austeridade! Providencie liquidação acelerada dos déficits orçamentários por cortes nos gastos sociais – e não nos encargos financeiros!

Os temerosos de aumento da carga tributária progressiva recorrem à narrativa do *conto de fada da confiança*, destinada a impedir qualquer estímulo fiscal adicional. A crise teria sido criada pela extravagância fiscal, insistem os tementes ao deus-mercado, e, portanto, só poderia ser curada pela austeridade fiscal.

Não se trata de qualquer austeridade, mas sim nos gastos com os pobres, não com juros pagos aos ricos. Aqueles devem ser

cortados, porque seriam a verdadeira causa do problema para os “vigilantes”.

O beabá keynesiano reza: *cortar o déficit público durante uma crise recessiva é uma má política*. Aumento da arrecadação fiscal com retomada do crescimento da renda é melhor.

Mas os “vigilantes de títulos” mantêm sua pregação de cura com base na austeridade fiscal. Basta a crença de a fada da confiança com sua varinha de condão ser capaz de fazer magia para garantir seu sucesso!

A fada da confiança promete recompensar a frugalidade fiscal tornando a economia mais produtiva. Quando essa cura falha em produzir uma recuperação, há uma desculpa contumaz: ela não havia sido aplicada com convicção suficiente para ser “crível”.

A moral do conto de fada é: se a austeridade em uma crise não funciona é porque a cura baseada em sangria nunca funcionou. Ela enfraquece o paciente em vez de fortalecer.

Há uma distinção entre políticas. Uma política inconsistente com o tempo pode deixar o público confiante no curto prazo, mas acabará falhando em produzir o objetivo da política de longo prazo. Uma política consistente com o tempo, em contraste, atinge o objetivo político em longo prazo, mas não torna as pessoas confiantes no curto prazo.

Daí os tementes ao deus-mercado pregam: as regras produzem resultados consistentes no tempo, porque tornam os pronunciamentos dos formuladores de políticas confiáveis. Com regras, as respostas políticas devem seguir um plano pré-especificado.

A regra pode forçar os formuladores de políticas a seguir o mesmo curso de ação em quaisquer circunstâncias das fases do ciclo econômico. Ao contrário, o plano pode ser de natureza ativista em lugar da regra de direcionar os formuladores de políticas a responder a diferentes circunstâncias de uma única maneira pré-determinada.

O denominador comum dos fiscalistas é as regras deverem restringir as ações dos formuladores de políticas econômicas, em um governo eleito democraticamente, com antecedência. Em *decisões*

discricionárias, pelo contrário, os formuladores de políticas teriam ampla liberdade para projetar a melhor resposta política para cada circunstância surgida no futuro.

Essa flexibilidade da política discricionária permite os formuladores de políticas públicas responderem a cenários imprevistos. As regras são valiosas, segundo os tementes a deus-mercado, porque o público observa os formuladores de políticas, forma expectativas sobre suas prováveis ações e se torna capaz de anulá-las!

Os formuladores de políticas com discricção podem amanhã renegar os pronunciamentos de hoje. O público pode descartar tais pronunciamentos como conversa fiada. A fada da confiança se esvai...

Apenas uma regra obrigatória, capaz de impedir os formuladores de políticas de renegar o anunciado previamente, convencerá o público desconfiado. Tal regra poderia se tornar obrigatória – e, portanto, crível – aprovando uma emenda constitucional! Só...

Os desconfiados argumentam: os formuladores de políticas têm informações assimétricas e usam ferramentas com implementação defasada. Assim, mesmo as tentativas mais bem-intencionadas de combater as flutuações cíclicas podem acabar desestabilizando a economia.

No entanto, a discricionaridade permite os formuladores de políticas responderem de forma inovadora a problemas imprevistos. Em quem você confia: na *inteligência humana*, adequada às circunstâncias, ou na *fadinha da confiança* com regra impositiva?

Administração Fazendária

O gasto público destinado à proteção social é normalmente financiado na maioria dos países por intermédio da cobrança de contribuições incidentes sobre a folha salarial. Nessa matéria, segundo Serra e Afonso (2007), o Brasil apresenta um arranjo peculiar em torno da Seguridade Social – por definição constitucional, ela compreende a Previdência, a Saúde e a Assistência Social – ao

combinar a expansão e a universalização dos benefícios e serviços públicos com a diminuição da dependência do financiamento sobre a base salarial.

A Constituição de 1988 adotou esse conceito de Seguridade Social e diversificou as fontes de financiamento. Exigiu dos empregadores uma nova contribuição sobre seus lucros e redirecionou outra já incidente sobre o faturamento deles.

Na Seguridade Social brasileira, existem claramente *aspectos positivos*, como a *universalização* da prestação de serviços sociais básicos (caso da Saúde Pública com o SUS) e a *ampliação* da concessão de benefícios previdenciários e assistenciais mínimos. Favorecem as camadas mais pobres da população e trazem redução da pobreza absoluta e dos coeficientes de desigualdade.

Mas, segundo Serra & Afonso (2007), tem *aspectos negativos*: o mais visível é a necessidade de manter *uma carga tributária excessivamente elevada*, muito acima da média das economias emergentes. Pior, tem uma má qualidade da *estrutura tributária regressiva* e com *efeitos cumulativos* onerando investimentos e exportações e ainda favorecendo, artificialmente, as importações.

Em compensação, o país avançou nas áreas sociais, onde implantou *políticas públicas ativas*. Os principais componentes da elevação do gasto público com Seguridade Social decorreram de:

1. a universalização do acesso à saúde,
2. a expansão da Previdência Social para trabalhadores rurais,
3. a fixação do salário-mínimo como piso dos Benefícios de Prestação Continuada (BPC) e
4. a criação de provento mensal vitalício para idosos e deficientes sem renda.

A Constituição de 1988, constatam Serra & Afonso (2007), elevou expressivamente a repartição constitucional da receita dos dois principais impostos federais – Imposto de Renda (IR) e Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) – em favor dos estados e municípios. Isto estimulou posteriormente o governo federal a

explorar cada vez mais as contribuições sociais em lugar de impostos, pois elas não são repartidas com as outras esferas de governo.

A arrecadação das contribuições sociais passou a superar a dos impostos clássicos. Houve forte crescimento da carga tributária global brasileira, de 24% no fim dos anos oitenta para cerca de 33% do PIB. Apesar disso, mesmo absorvendo uma parcela maior da renda nacional, as administrações públicas cortaram as despesas discricionárias, no caso do investimento.

Há um consenso em torno da necessidade de uma *reformulação do sistema tributário*. Não é difícil delinear *o sistema ideal*:

1. simplificação e eliminação de tributos com fusões de impostos e contribuições aplicados sobre a mesma base; e,
2. no caso dos tributos indiretos, a adoção de um autêntico e moderno Imposto sobre Valor Adicionado (IVA), compartilhado entre mais de uma esfera de governo.

Difícil é aprová-lo no Congresso Nacional, diante dos interesses contraditórios, de natureza federativa e regional. Isto sem mencionar as dificuldades da transição, pois as autoridades fazendárias e, especialmente, governos subnacionais querem garantias de não terem perda de receitas na migração para o novo sistema.

O debate fiscal, segundo Salto e Almeida (2016), deve ser entendido como a discussão sobre a capacidade de o Estado executar as prioridades de acordo com objetivos postos pelo programa governamental eleito pela via democrática. Mas as mudanças legislativas exigidas são sujeitas ao debate no Congresso Nacional.

Daí a importância de estudar e analisar:

1. os resultados fiscais do governo;
2. a capacidade de geração de receitas tributárias e dividendos das estatais;
3. a complexidade do sistema tributário;
4. a qualidade e sustentabilidade da dívida bruta do governo geral;

5. a estruturação e a trajetória dos diferentes componentes do gasto público.

Qualquer país tem apenas três meios (não excludentes) para financiar suas políticas públicas, para equacionar as ações do Estado:

1. tributação,
2. dívida e/ou
3. emissão de moeda.

Cada uma dessas três ferramentas traz um efeito indesejado para o erário. A *tributação*, segundo os neoliberais, para cada real a mais confiscado pelo Estado da sociedade, seja do consumo, seja da renda ou da produção, produz-se um incentivo a gerar menos renda e riqueza.

A chamada *curva de Laffer* ilustra a escolha diante dos incentivos negativos gerados para a produção a partir do aumento de impostos. É possível tributar mais, mas não infinitamente: o aumento das alíquotas dos tributos aumenta a arrecadação do governo, mas até certo ponto a partir do qual, o aumento das alíquotas somente acarretará perda de receitas.

A dívida é o principal instrumento, ao lado dos tributos. Se a receita pública é insuficiente para pagar as despesas, incluindo os juros sobre a dívida, o resultado é um déficit fiscal, isto é, um saldo negativo.

Ele precisará ser financiado por “empréstimos” obtidos pelo governo junto ao mercado. Esse endividamento público corresponde aos títulos de dívida pública lançados em leilões primários do Tesouro Nacional para carteiras dos agentes privados (bancos, fundos de pensão, fundos de investimentos, seguradoras e Tesouro Direto pessoas físicas, residentes ou não), prometendo pagar certa remuneração (juros pré ou pós-fixados) sobre o valor captado.

Assim surge a *dívida pública*. Ao contrário do propagado pelo senso comum, baseado em individualismo metodológico, nem sempre a dívida é instrumento ruim de financiamento temporário do aumento de despesas, caso seja usado com cautela.

A terceira forma de financiamento das políticas do setor público é a *emissão de moeda*. Para os adeptos da anacrônica Teoria Quantitativa da Moeda, esta é a mais danosa. Emitir moeda para pagar o déficit do governo geraria inflação, não só por conta da imediata pressão da demanda monetizada, mas também por causa da queda da taxa de juro, caso estivesse na rara situação de pleno emprego.

A perda de controle monetário do Banco Central ocorre porque a única forma de garantir os juros praticados pelo mercado variarem em torno da meta fixada para a Selic pelo Conselho de Política Monetária (COPOM) é, justamente, conter a quantidade de dinheiro em circulação, chamada de *gerenciamento da liquidez*.

O Banco Central do Brasil faz essa moderação usando títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, reservados em uma carteira sob sua *responsabilidade monetária*. Esse instrumento refere-se às chamadas *operações compromissadas* ou *operações de mercado aberto*.

Há uma relação obscura entre o Tesouro Nacional e a Autoridade Monetária. Por exemplo, no caso das reservas cambiais, quando o real se deprecia em relação ao dólar, as reservas automaticamente ficam mais valiosas em reais.

Esse ganho contábil pelo efeito da taxa de câmbio (*marcação-a-mercado*) – mesmo sem o Banco Central ter vendido, efetivamente, os dólares e os transformado em reais – é contabilizado como lucro da Autoridade Monetária. Daí é transferido em dinheiro vivo para a Conta Única do relacionamento com o Tesouro.

Ao contrário, quando a Autoridade Monetária tem prejuízo, o Tesouro cobre o rombo com emissão de títulos públicos diretamente para o Banco Central. Esse movimento duplo pode ser, de um lado, caracterizado como um *financiamento do déficit público pelo Banco Central do Brasil*, porque há um *fluxo de dinheiro* na direção BCB-TN, e, de outro, um *fluxo de dívida* na direção TN-BCB.

Vários fatores condicionantes de expansão da base monetária exigem o Banco Central realizar operações com títulos emitidos pelo próprio Tesouro, componentes de sua “carteira livre”, no sentido de reduzir os excessos de liquidez do sistema. Usa *operações compromissadas* para gerenciar a liquidez originada de:

1. a aquisição de dólares para compor as reservas internacionais,
2. os resgates líquidos de títulos da dívida pública federal, promovidos pelo Tesouro Nacional,
3. as oscilações na conta única do Tesouro Nacional e das movimentações dos depósitos compulsórios.

O prazo médio dessa dívida do Banco Central com os bancos *dealers* é de apenas dez dias, embora predomine o *overnight*. Apesar de serem operações prefixadas com prazos de um a 180 dias, como a Autoridade Monetária tem de *manter a Selic-mercado no nível da anunciada Selic-meta* (ou o mais próximo possível dela), as operações das compromissadas ou em “mercado aberto”, realizadas com prazo curtíssimo, têm seu custo médio equivalente à própria Selic.

As *operações compromissadas* aumentaram fortemente nas últimas décadas. Em dezembro de 2006, sua posição líquida era de R\$ 77,4 bilhões, passando a R\$ 187,4 bilhões, em dezembro de 2007; a R\$ 325,2 bilhões, em dezembro de 2008; a R\$ 454,7 bilhões, em dezembro de 2009. Em dezembro de 2020, atingiu R\$ 1,236 trilhão, um ano depois caiu para R\$ 981 bilhões, e em dezembro de 2022 alcançou o patamar de R\$ 920 bilhões.

Além dos *títulos compromissados*, constituintes da dívida pública propriamente dita, pois são títulos públicos colocados no mercado como lastros ou garantias, há ainda os chamados *títulos livres* na carteira do Banco Central. A soma da posição líquida das operações compromissadas ao volume de títulos livres na carteira do Banco Central equivale à *carteira total*.

A dívida mobiliária na carteira da Autoridade Monetária, em dezembro de 2022, estava em R\$ 2,155 trilhões, ou seja, 21,9% do PIB. No *conceito do FMI*, é considerada dívida pública, enquanto no conceito brasileiro, enquanto ela não está no mercado como lastro de operações compromissadas não pode ser contabilizada como tal.

Salto (2016) acha inexplicável o Banco Central manter um volume elevadíssimo de títulos de dívida pública em sua carteira, incluindo as compromissadas e a de títulos livres, para supostamente

gerenciar a quantidade de liquidez na economia. Representa cerca de 1/3 da dívida bruta total e em torno de 1/5 do PIB.

Segundo o economista fiscalista, não há teoria monetária capaz de explicar tal volume em operações com o mercado com a finalidade de gerenciar liquidez. Houve um avanço descomunal nas *operações compromissadas*, desde quando se ampliaram a compra de dólares contra moeda nacional para ampliação das reservas cambiais.

Falta uma gestão conjunta e afinada da dívida pública por parte do Banco Central e do Tesouro Nacional. Na presença de um montante tão grande de papéis públicos atrelados à própria Selic, a economia brasileira sofre por conta do chamado “efeito contágio da política fiscal sobre a política monetária” – e vice-versa com os elevados encargos financeiros da dívida pública, determinados pelos juros fixados.

Contabilidade Fiscal

Ao contrário dos ultraliberais da Escola Austríaca, Giambiagi e Além (2011) reconhecem: “governos são fatos da vida: eles existem, quer gostemos ou não. Eles são necessários, da mesma forma como as demais instituições, para regular o funcionamento de uma sociedade”.

Depois desse comentário pertinente, fazem outro típico de Zé Regrinhas: “convém entender *as regras* guias de seu comportamento”. Eu diria ser conveniente sim entender as *ações discricionárias* ou arbitrárias dos tomadores de decisões de política econômica, em especial, de política fiscal, assim como de política monetária e cambial.

Os “austríacos” propagam sua *ideologia estatofóbica* para o empresariado inculto segundo a qual “o setor privado é mais eficiente se comparado ao setor público”. A comparação é descabida: uma firma qualquer contra todo o governo?!

Pense nos múltiplos componentes do sistema governamental. Em geral, seus quadros superiores concursados não são mais bem preparados frente aos empresários sem educação superior e cultura?

As circunstâncias conhecidas como “falhas de mercado” são:

1. *a existência de bens públicos*: aqueles cujo consumo ou uso é indivisível ou não rival – e não exclusão de nenhum cidadão;
2. *a falha de competição*, devido à existência de *monopólios naturais* por conta dos retornos crescentes de escala e maior vantagem de uma única empresa produtora do bem em questão;
3. *as externalidades*: ações de outros capazes de afetar de maneira direta ou indireta, seja positivamente, seja negativamente;
4. *os mercados incompletos*: quando um bem ou serviço não é ofertado em função de risco, embora seu custo de produção esteja abaixo do preço disposto a ser pago por consumidores;
5. *as falhas de informação*: quando o mercado por si só não fornece dados suficientes para os agentes tomarem suas decisões racionalmente;
6. *a ocorrência de desemprego involuntário e inflação*: necessária da ação sistêmica do Estado no sentido de implementar políticas em busca do pleno emprego e da estabilidade dos preços.

Essas metas – redução do desemprego (e da consequente violência) e redução da inflação – constituem *externalidades positivas*. Trazem benefícios a todos.

A existência do governo é necessária para guiar, corrigir e complementar o sistema de mercado. Este, por si só, não é capaz de desempenhar todas as funções econômicas, pois algumas das quais exigem centralização na referência, por exemplo, Defesa e Justiça, ou seja, organização e disciplina nos inter-relacionamentos em vez de “cada um por si”.

- A operação do sistema de mercado necessita de uma série de contratos, dependentes da proteção e da estrutura legal do Estado.
- A existência de bens públicos e externalidades dá origem a falhas no sistema de mercado e exigem soluções através do sistema público.

- O livre funcionamento do sistema de mercado não garante um elevado de nível de emprego e renda, além da estabilidade dos preços, requerendo, portanto, das ações da política econômica.

A crescente complexidade dos sistemas econômicos internacionais leva ao aumento das atuações dos governos. Em consequência, crescem os gastos públicos em relação ao PIB em todo o mundo.

A ação do governo através da *política fiscal*, segundo Giambiagi e Além (2011), abrange três funções básicas:

1. a *função alocativa* diz respeito aos bens públicos serem disponíveis para todos independentemente de pagamentos diretos;
2. a *função distributiva* está associada a ajustes na distribuição de renda de maneira socialmente justa;
3. a *função estabilizadora* tem como objetivo o uso da política econômica para alcançar alto nível de emprego e renda junto com estabilidade de preços.

A principal fonte de receita do setor público é a *arrecadação tributária*. Deve-se levar em consideração:

1. o conceito de *equidade*, ou seja, a distribuição dos ônus tributário deve ser equitativa entre os diversos membros da sociedade;
2. o conceito de *progressividade*, isto é, o princípio de tributar mais quem recebe renda mais elevada;
3. o conceito de *neutralidade* pelo qual os impostos devem minimizar os possíveis impactos negativos da tributação sobre os incentivos econômicos;
4. o conceito de *simplicidade* segundo o qual o sistema tributário deve ser de fácil compreensão para o contribuinte no sentido de facilitar a operacionalização da cobrança de tributos pelo governo.

Quanto à definição da parcela “justa”, para cobrir os gastos do governo, Giambiagi e Além (2011) apresentam duas abordagens principais na Teoria da Finanças Públicas.

1. segundo o *princípio do benefício*, cada cidadão deveria contribuir com uma quantia proporcional aos benefícios gerados pelo consumo do bem público;
2. segundo o *princípio da capacidade de pagamento*, deve haver uma regra geral de tributação para toda a sociedade.

Porém, o total de gastos possíveis de serem financiados a partir de impostos específicos é limitado. Tem de ser suplementado.

Uma questão controversa, para os coautores citados, é sobre qual seria o melhor indicador dessa *capacidade de pagamento*:

1. um de *fluxo* como *renda* (incidiria sobre poupança e/ou investimento) ou *consumo* (sem taxação progressiva);
2. um de *estoque de riqueza* (dispensável se todas as formas de rendimentos já tiverem sido sujeitas a pagamento de um imposto de renda abrangente).

O *imposto sobre a riqueza* pode ser também o *tributo sobre a renda*, gerada a partir do estoque dela. Por exemplo, o incidente sobre os juros dos saldos financeiros, os aluguéis de imóveis ou os dividendos sobre lucro por causa das participações acionárias.

Um *imposto progressivo* é quando a alíquota de tributação se eleva quando aumenta o nível de renda. Quem recebe mais renda deve pagar uma proporção maior de impostos relativamente às pessoas de baixa renda.

Os impostos alteram os preços relativos, devido aos seus repasses. A estrutura de mercado e as elasticidade-preço de oferta e da demanda determinam quem de fato, ao fim e ao cabo, paga os impostos.

A tributação pode ser *direta* ou *indireta*:

1. os *impostos diretos* incidem sobre o indivíduo e, por isso, estão associados à capacidade de pagamento de cada contribuinte;

2. os *impostos indiretos* incidem sobre atividades ou propriedades, independentemente dos indivíduos negociantes ou proprietários.

A *bases de incidência* são:

1. a *renda*: pessoal e adaptado aos princípios da equidade e progressividade, pois sujeito à discriminação da capacidade de pagamentos dos contribuintes;
2. o *patrimônio*: cobrado regularmente em função da posse dos ativos como imobiliários (IPTU) ou automotores (IPVA);
3. o *consumo*: cobrado sobre as vendas de mercadorias e serviços e classificado segundo à amplitude da base de incidência, ao estágio do processo de produção e comercialização e à forma de apuração da base para cálculo do imposto.

O Imposto sobre o Valor Adicionado (IVA), ainda não adotado na economia brasileira, é considerado a forma mais eficiente de *tributação sobre vendas*. É considerado um "tributo neutro" pela necessidade de harmonização fiscal, onde a tributação de um determinado produto não dependerá do número de transações ao longo dos vários estágios de produção de comercialização.

O conceito de "*caixa*" refere-se às despesas consideradas nas estatísticas como tendo sido pagas no período. O conceito de "*competência*" está associado ao período quando a despesas é gerada, embora não tenha sido paga.

No Brasil, as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP ou *déficit nominal*) são apuradas pelo *conceito de caixa*, exceto pelas despesas de juros, apuradas pelo *conceito de competência contábil*. Ao fazer isso, o Banco Central torna a despesa de juros mais regular ao longo do tempo, exceto em caso de variações mensais dos juros.

As estatísticas fiscais desagregadas, ao apresentar as variáveis de receita e despesas, são chamadas "*acima da linha*". Ao medir a dimensão do desequilíbrio orçamentário através da variação do endividamento público, sem discriminar sua mudança por motivos ligados à receita ou à despesa, chama-se de estatística "*abaixo da linha*".

Define-se o *resultado fiscal*, genericamente, como a diferença entre o total de despesas e as receitas do governo. No entanto, a diferença entre as despesas totais, inclusive os juros nominais incidentes sobre a dívida pública, e as receitas revela-se com uma função direta da inflação.

A dívida pública refere-se a um conceito de *estoque*, medida em fim de período, enquanto o PIB é uma variável de *fluxo* de valor adicionado ao longo do período. Ao medir o numerador e o denominador da fração a preços da mesma data, conceitualmente, corresponderia à relação dívida / PIB com pressuposto de inflação nula.

Mas a dívida é medida no fim de período e o PIB a preços médios de todo o período. O valor dos juros nominais, assim como das NFSP no conceito nominal, em ambos os casos medido como proporção do PIB, é uma função direta da inflação.

Por isso, explicam Giambiagi e Além (2011), esse *resultado "nominal"* deixou de ser considerado um indicador fiscal relevante e foi substituído pelo conceito de *resultado "operacional"*. Esse conceito corresponde ao valor do *resultado nominal*, expurgado do componente da despesa de juros associado à atualização monetária do valor da dívida (interna) passada, e chama-se *resultado primário*.

Quando o resultado primário é superavitário, a receita fiscal esteve acima das despesas não financeiras. Quando o setor público gera superávit primário inferior à despesa de juros, dá origem a *déficits operacionais ou nominais*.

Enfim, as NFSP correspondem à variação do endividamento do setor público não financeiro junto ao sistema financeiro e ao setor privado, doméstico ou do resto do mundo. Por *endividamento público* entende-se o conceito de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), obtido ao descontar da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) os ativos financeiros em poder do setor público, como os créditos concedidos ao setor privado doméstico ou as reservas internacionais em poder do Banco Central do Brasil.

Supõe-se a alta da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) ser devido à existência de um déficit público. Vice-versa, a queda se deve a um superávit fiscal.

Como o *déficit* refere-se ao setor público não financeiro, exclui os resultados dos bancos públicos federais. Isto caso eles não exigirem uma capitalização com recursos do Tesouro Nacional para a alavancagem financeira de políticas públicas, por não terem se capitalizado com os dividendos de seus lucros destinado ao Tesouro.

Creio esses conceitos e definições serem suficientes para o entendimento e acompanhamento das Finanças Públicas. São entrelaçadas com as demais Finanças, aqui expostas, como em seguida estudarei o caso das Finanças Bancárias.

Capítulo 6. Finanças Bancárias

Banco é a atividade financeira de proteção e armazenamento de capital para indivíduos e instituições. O banco empresta esse capital de terceiros a outros clientes para pagar os juros devidos e obter lucro. O sistema bancário também viabiliza o sistema de pagamentos.

Os depositantes ganham juros sobre seus depósitos a prazo ou de poupança. Os bancos registram em seus balanços contábeis os fundos dos depositantes como lastros (passivos) dos empréstimos (ativos), concedidos a mutuários. Estes usam os fundos para financiar, por exemplo, compra de veículos, moradias, expandir negócios, além de uma variedade de outros usos pessoais e corporativos.

Os bancos credores lucram com a diferença entre os juros pagos aos depositantes a prazo e os pagamentos de juros recebidos dos devedores, chamado de "*spread*" do crédito. Por exemplo, se o banco pagar ao depositante 6% de juros sobre os depósitos e cobrar dos mutuários 12% de juros, o *spread* (cobrindo risco de perda, impostos, despesas administrativas e lucro) do banco será de 6 pontos percentuais. Os bancos também ganham dinheiro ao vender produtos financeiros e administrar recursos de terceiros em investimentos.

Os participantes do sistema financeiro antes eram bancos, sociedades mútuas de poupança e empréstimo e cooperativas de crédito. Com as inovações tecnológicas e financeiras cresceram para incluir, em grandes conglomerados financeiros, corretoras, bancos de investimentos, empresas de cartão de crédito, *fintechs* e bancos digitais de varejo, entre outras instituições financeiras.

Inicialmente, os serviços bancários ocorriam em um local físico ou agência, onde se lidava com todas as transações. Hoje, o gerenciamento financeiro se dá mais pela Internet, celular e caixa

eletrônico (ATM). Estão sendo superados os métodos bancários presenciais e locais, através de serviços e produtos digitais.

Os serviços bancários tradicionais incluíam antes só cheques como ordens de transferências de depósitos à vista. Concebida como uma reserva para pagar contas, uma *conta corrente* é geralmente uma conta de depósito sem juros, onde os fundos são transferidos “para fora” (outro cliente bancário) para cumprir obrigações financeiras.

O pagamento de débitos por meios eletrônicos e os depósitos digitais substituíram em popularidade as ordens de pagamentos em cheques assinados. Caixas automáticos (ATM) aumentam a conveniência de, eventualmente, depositar e sacar papel-moeda.

Um *cartão de débito ou crédito*, emitido pelo banco, dá aos consumidores acesso imediato aos seus fundos bancários. Pode ser usado em caixas eletrônicos, bem como para fazer compras em estabelecimentos comerciais, eliminando a necessidade de papel-moeda.

As contas de depósitos de poupança ou a prazo por pagarem juros sobre juros são úteis para aumentar a disponibilidade de dinheiro para o futuro. Os poupadores depositam fundos nelas para obter fácil acesso à acumulação de juros compostos em uma data posterior.

Os bancos oferecem Certificado de Depósito Bancário (CDB) às pessoas dispostas a manter seus fundos por períodos mais longos em troca de pagamentos de juros mais elevados diante da poupança.

Em algum momento, a maioria dos consumidores pobres precisa pedir dinheiro emprestado para uma compra de maior valor. Em empréstimos com alienação fiduciária, para aquisições de veículos e moradias, só após a amortização final se transfere a propriedade dos bens para os antes devedores.

Os consumidores também podem contrair empréstimos pessoais para financiar despesas com melhorias domésticas. Por sua vez, as empresas tomam empréstimos para financiar os custos iniciais de instalação, o capital de giro e a expansão por meio de investimentos.

Os bancos continuam a ser uma importante fonte de empréstimos hipotecários, negócios e empréstimos pessoais. Os consumidores fornecem informações sobre seu trabalho e histórico de crédito e, com base nesse cadastro, solicitam um empréstimo.

Caso sejam considerados confiáveis, na avaliação de seus riscos, o banco empresta os fundos. Depois de emprestar o dinheiro, cuidava de receber juros dos empréstimos de recursos de terceiros até sua amortização ser paga.

Há também a alternativa de os bancos venderem imediatamente seus empréstimos a outros participantes do mercado financeiro. Essas operações são chamadas de "securitização".

Securitização (ou *titularização*) é uma prática financeira consistente em agrupar vários tipos de ativos financeiros, convertendo-os em títulos padronizados, negociáveis no mercado de capitais interno e externo. Assim, a dívida é transferida, vendida, na forma de títulos, para vários investidores, hipoteticamente diluindo riscos do devedor.

As diferenças entre bancos, cooperativas de crédito, sociedades mútuas de poupança e empréstimo, administradoras de cartão de crédito, corretoras de investimentos, seguradoras e outras organizações de administração financeira são obscurecidas em conglomerados. Oferecem todos esses serviços financeiros adicionais.

Com o tempo, os bancos buscaram novas formas de atender os clientes e aumentar seus lucros ao oferecer produtos de investimento e seguros. A credenciadora de cartão de crédito, a corretora de investimentos, a seguradora e outras empresas financeiras agora oferecem aos clientes recursos classificados como "serviços bancários".

Os planos de fundos de pensão abertos, outrora da alçada dos corretores de investimentos, também são encontrados nas instituições bancárias. São conhecidos como Previdência Privada ou Complementar.

Peer-to-peer (*pessoa a pessoa* em inglês) ou P2P é uma arquitetura de redes de computadores, onde cada um dos *nós da rede* funciona tanto como cliente quanto como servidor. Permite

compartilhamentos de serviços e dados sem a necessidade de um servidor central, mudando um paradigma hierárquico existente antes.

PayPal e *empréstimos ponto a ponto* são entidades quase bancárias não tradicionais.

O *PayPal* fornece serviços de transferência de pagamento para transferências de dinheiro eletrônico. Usada para pagar comerciantes e indivíduos *online*, essa entidade não bancária também vincula cartões de crédito e contas bancárias de indivíduos para oferecer uma infinidade de opções de transferência de pagamento.

Os clientes têm opções alternativas por meio de “empréstimos sociais” ou redes *peer-to-peer* (PTP). *Peer-to-peer* ou *empréstimo social* conecta indivíduos com fundos para emprestar com mutuários necessitados de empréstimos de pequeno a médio porte. Em processo de desintermediação bancária, os credores recebem pagamentos de juros e os mutuários são financiados por seus pares mutuantes.

O sistema bancário começou como prestador de serviços específicos em um local, confinado às operações durante o horário comercial dos dias úteis. Como a sociedade evoluiu para uma sociedade da Internet, móvel, global e digital, os clientes pressionados pelo tempo passaram a ter acesso 24 horas por dia às suas transações financeiras e aos pagamentos via PIX, inclusive nos fins de semana.

Daí o número de agências bancárias, de sociedades de poupança e empréstimo e de cooperativas de crédito encolheu. Mas seus horários de funcionamento se expandiram virtualmente.

O acesso bancário continua a se expandir com o advento de bancos somente pela Internet e serviços bancários oferecidos por empresas de cartão de crédito, corretoras de investimentos e grandes conglomerados varejistas. Hoje, o sistema bancário é independente da localização, com opções abrangentes de uma infinidade de provedores.

As taxas por serviço ou tarifas bancárias variam, podendo ser gratuitas para o banco atrair grande volume de negócios financeiros

dos clientes. As taxas de juros variam de acordo com a instituição, o tipo de serviço e a avaliação de risco do cliente.

Os serviços bancários feitos em qualquer lugar ultrapassaram os realizados nas agências bancárias, pois os consumidores pagam contas e transferem fundos eletronicamente. A emissão de cheques foi rapidamente substituída pelo pagamento de contas *online*.

Os dispositivos móveis permitem depósitos bancários remotos simplesmente digitalizando a ordem de transferência com senha e enviando-o diretamente para a instituição financeira. No Brasil, a maior parte das ordens de transferências de depósitos à vista já é comandada via PIX.

O “quase-banco” se expandiu ainda mais junto com o crescimento do comércio eletrônico (*e-commerce*) e opções bancárias e de empréstimos não tradicionais, incluindo sistemas de pagamento PayPal, empréstimos ponto a ponto e cartões de débito pré-pagos. O sistema bancário está crescendo e mudando tecnologicamente.

Sistema bancário, hoje, é *uma rede de sistemas de informação*.

Dinheiro, Dinheiro, Dinheiro... Gira o Mundo

Liza Minnelli, depois de cantar o refrão de *Money, Money*, no clássico musical *Cabaret*, conta as vantagens de ser rico. Afirma: “o dinheiro faz o mundo girar... Disso podemos ter certeza ao ser pobre. Se você não tem aquecimento no inverno, sequer sapato e casaco, está magro e pede conselho ao gordo pastor, ele vai dizer para você rezar...”

Como o dinheiro caísse do céu... Mas quando bate a fome, você tem de se endividar para sobreviver!

O dinheiro serve a dois propósitos: um, quando apenas tem a forma de moeda, é ser *uma unidade de conta e um meio de troca*. Outro, quando contempla essas funções e sobra o suficiente para ter *uma reserva de poder aquisitivo*, ele se torna plenamente dinheiro.

Ao ter esses dois propósitos, serve a dois mestres:

1. um quem tem o objetivo de obtê-lo e mantê-lo apenas para atender às “necessidades da vida”, geralmente, a serviço dele, e
2. outro quem tem meta de o armazenar e não o manter apenas sob forma de riqueza plenamente líquida, ligada ao seu poder aquisitivo imediato.

Quando sobra dinheiro, é possível o acumular em reserva financeira. Evita assim arcar com o custo de oportunidade: perder os rendimentos em juros compostos, caso não o investir em renda fixa.

Ao longo da história, o primeiro grupo (de quem não o tem em reserva) foi chamado de *trabalhadores* (formais), *proletariado* (informais) ou “os pobres”. São possuidores apenas de “prole”, isto é, filhos. O segundo grupo, composto de acumuladores dele, foi chamado de *capitalistas*, *investidores* ou, simplesmente, “os ricos”.

Os *trabalhadores-proletários* ganham dinheiro vendendo seu tempo, empregado como força de trabalho. Os *capitalistas-investidores* ganham mais dinheiro “emprestando” aos outros o uso de seu dinheiro em troca de uma promessa de receber uma quantia acima do valor do empréstimo (por meio de um instrumento comprovante de dívida do devedor), ou um direito de propriedade no negócio (chamado de “capital acionário” por ser composto de “ações”), ou uma propriedade imobiliária.

Esses dois grupos, juntamente com o governo (Poder Executivo e Poder Legislativo), definidor das regras ou leis, são os principais atores desse drama encenado no capitalismo, caso não se considere o papel-chave dos bancos e os recursos internacionais. Embora ambos os grupos possam se beneficiar de empréstimos e dívidas, às vezes apenas um (*credor*) ganha e outro (*devedor*) sofre como resultado da transação.

Os ativos financeiros de um agente econômico são os passivos financeiros de outro, devidos às promessas de entrega futura de mais dinheiro. Quando as reivindicações sobre ativos financeiros são muito altas, em relação ao dinheiro disponível de imediato para atendê-las, uma grande *desalavancagem financeira* deverá ocorrer para se cumprir os deveres em relação aos haveres.

O *crédito* é, sob a confiança da avaliação do risco, a oferta de poder de compra. Esse é concedido em troca de uma promessa de pagamento. Esta é a *dívida*.

O problema com a dívida surge quando há incapacidade de a pagar. A avaliação se o rápido crescimento do crédito e/ou da dívida ser bom ou ruim depende se o crédito é dirigido, direta ou indiretamente, à geração de valor adicionado e, através dele, a dívida poder ser paga.

Como o crédito cria poder de compra imediato, mas resta a dívida, ele é (ou não) mais desejável a depender se o dinheiro emprestado é usado produtivamente o suficiente para gerar mais renda, suficiente para pagar a dívida. O crédito e/ou o débito, ao produzir rendimentos suficientes para pagar a si mesmo e sobrar, é recompensador ao propiciar mais dinheiro.

Por exemplo, se um governo evitar investimento na infraestrutura necessária para a economia e o bem-estar da sociedade por puro conservadorismo, insistente em não pedir emprestado para construir tal coisa, comete um *austericídio* (austeridade + suicídio)!

Se isso é bom ou ruim para a sociedade, depende do julgamento do ônus do endividamento público face ao custo de oportunidade de não ter infraestrutura. Em longo prazo, este costuma ser maior.

Você, seja trabalhador, seja capitalista, cria um ciclo sempre quando pedir dinheiro emprestado. Comprar algo sem você não poder pagar de imediato significa gastar mais além do ganho por você.

Você não está apenas pedindo emprestado ao seu credor. Você está tomando emprestado do seu futuro, pois o *endividamento* pode ser encarado como a antecipação de esperados rendimentos futuros.

Se forem confirmados, tudo bem. Se, pelo contrário, for frustrado um *ganho especulativo* de capital, haverá necessidade de ajuste, seja fiscal (nas finanças públicas), seja pessoal (nas finanças domésticas). *Especulação financeira* é a compra de ativos com fins não ao seu uso direto, mas à sua venda futura com lucro, sob condições de incerteza.

Essencialmente, você está comprometendo um tempo, durante seu futuro, quando precisará gastar menos face ao total do ganho com o uso de recursos de terceiros para poder pagá-lo de volta. Gera um *padrão cíclico de empréstimo/dívida*, gastando no presente mais além do acumulado antes, e depois gastando menos do aparente potencial de gastos, face à renda recebida no empreendimento empresarial ou no trabalho individual bem-sucedido.

Isso é tão verdadeiro para um indivíduo quanto para uma empresa. Empréstimo coloca em movimento uma série de eventos previsíveis. São capazes de se repetirem em *padrões semelhantes* em diferentes economias.

Em uma economia baseada no *mercado* – ambiente onde ocorre a troca de bens ou serviços entre compradores e vendedores –, expansões e contrações nos ciclos econômicos, relacionados à carteira de crédito e endividamento, ocorrem por razões perfeitamente lógicas. Essas sequências, no entanto, não são predestinadas a repetir exatamente da mesma maneira, nem durar exatamente a mesma quantidade de tempo. Não há regularidade nos tempos de duração.

Durante as altas, os empréstimos apoiam gastos e investimentos. Estes, por sua vez, sustentam os rendimentos e os preços dos ativos.

Daí surgem novas demandas e concessões de empréstimos para gastos, seja com bens e serviços, seja para acumulação maior de ativos financeiros. O endividamento eleva, então, os gastos e a produtividade na geração de renda.

Empréstimo cria *movimentos ascendentes* auto reforçadores. Acabam se invertendo para *movimentos descendentes* em retroalimentação. E estes, depois, se revertem...

Tipicamente, as *crises da dívida* ocorrem porque os custos do serviço da dívida aumentam mais rapidamente se comparados ao ritmo de crescimento dos rendimentos necessários para os servir. Isto provoca uma *desalavancagem financeira*.

Ray Dalio, no livro "Crise da Grande Dívida" (*Big Debt Crises*. Bridgewater; sept 2018), mostra quatro tipos de *alavancas* possíveis

de serem usadas pelos formuladores de políticas públicas para reduzir os níveis de dívida e serviço da dívida em relação aos níveis de renda e fluxo de caixa necessários para atendê-los:

1. *austeridade* ou gastar menos;
2. *inadimplência* ou reestruturações de dívidas;
3. *emissão de dinheiro* pelo Banco Central para adquirir títulos de dívida pública ou garantir empréstimos aos bancos;
4. *aumento da carga tributária progressiva* para transferências de dinheiro de quem tem mais além do necessário para os carentes.

Cada uma dessas alavancas tem diferentes impactos na economia. Algumas são *inflacionárias*, embora estimulem o crescimento, por exemplo, “imprimir dinheiro”, quando se encontra em pleno emprego, enquanto outras são *deflacionárias* e ajudam a reduzir os encargos da dívida, por exemplo, austeridade e inadimplência.

Essas alavancas mudam em torno de quem se beneficia e quem sofre – e durante quanto tempo. Os tomadores de decisões são colocados na posição politicamente difícil de fazer essas escolhas ao lidar com a crise da dívida e raramente são apreciados.

Este desequilíbrio entre o volume dos créditos em dinheiro e a oferta de dinheiro, ou seja, o fluxo de caixa necessário para atender essa dívida, ocorreu comumente nos ciclos da história econômica. Ele sempre foi resolvido por meio de uma combinação das quatro alavancas citadas.

O processo é doloroso para todos os agentes econômicos. Tanto causa um conflito entre os trabalhadores-proletários e os capitalistas-investidores, quanto pode ficar tão ruim a ponto de novos empréstimos serem prejudicados ou evitados. Daí surge a *estagnação*.

Grandes ciclos de dívida podem gerar grandes crises como *depressões deflacionárias* ou *depressões inflacionárias*. Nas primeiras, os formuladores de políticas respondem à contração econômica inicial, baixando as taxas de juros até quando se

aproximam de zero e essa alavanca deixa de ser um meio eficaz para estimular a economia.

As depressões inflacionárias, nas quais muitas dívidas são denominadas em moeda estrangeira, são especialmente difíceis de administrar, porque as habilidades dos formuladores de políticas para “espalhar a dor”, isto é, socializar os prejuízos, são mais limitadas. A retirada de capital com repatriamento ou fuga do capital estrangeiro seca os empréstimos e a liquidez, além de, ao mesmo tempo, a consequente depreciação da moeda nacional produzir inflação.

Se a renda cresce bem, o dinheiro gira de maneira despercebida ao ser empregado em produtos supérfluos e desejos logo esquecidos. Se a renda declina, ele e os credores são crucificados como fossem culpados pelos problemas.

Dinheiro, dinheiro... gira o mundo. Ao contrário do defendido pelos *terrplanistas*, afinal, a terra é redonda!

Transformação dos Bancos Centrais

O leitor pode se perguntar, a partir do seu título, quais lições podem ser tiradas do livro de Eric Monnet, *Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France 1948-1973*, para os debates contemporâneos sobre política monetária. A resposta é dada pelo autor no Prefácio: os instrumentos utilizados pelos Bancos Centrais, na Europa e nos Estados Unidos, desde a crise de 2008, se assemelham aos utilizados em décadas de 1950 e 1960.

Ele conclui seu livro com algumas reflexões relevantes sobre este tema.

Em primeiro lugar, caso existam paralelos entre as políticas dos Bancos Centrais dos *Trente Glorieuses* anos e a política monetária contemporânea, *eles podem ser mais claramente encontrados nas chamadas economias “emergentes”*, como China, Índia, Brasil e Turquia. Nelas, as *políticas de crédito* semelhantes aos perseguidos pela França e outros países europeus até a década de 1970 ainda são praticadas.

Antes da Grande Crise Financeira (GCF) de 2008, *o objetivo do Banco Central era controlar a inflação e a estabilidade da taxa de*

câmbio, mas também atuar para direcionar o crédito para setores prioritários. Também o controle de capitais seria um componente estrutural da política monetária – e assim por diante.

Atualmente, ainda não está claro se esses grandes países emergentes optaram por reconsiderar completamente essas políticas, como a Europa fez nas décadas de 1980 e 1990. É preciso abster-se de conceber o desenvolvimento econômico como uma sucessão de etapas obrigatórias nas quais todos os países convergem para um único modelo neoliberal.

Ainda assim, é inegável esses países emergentes já terem iniciado, em sua maioria, *a transição para a liberalização de seus sistemas financeiros e para a valorização das taxas de juros.* Por isso, mesmo caso o resultado dessa transição assuma uma forma totalmente diferente da obtida na Europa, a história europeia nas décadas de 1970 e 1980 oferece pistas importantes para pensar sobre os *riscos de retrocesso* no comportamento do Banco Central nos países emergentes.

Em particular, chama a atenção para as dificuldades enfrentadas pelos Bancos Centrais, historicamente, para passar *de um modelo definido pelo controle da quantidade de moeda ofertada para um modelo definido pelo controle das taxas de juros.* Ocorre através de operações de mercado aberto (*open market*), para gerenciamento da liquidez e colocação do juro de mercado no nível do anunciado juro para atingir a meta de inflação.

É importante não subestimar a duração desse *período de transição* ou as dificuldades em manter a inflação e os fluxos financeiros internacionais estáveis quando um Banco Central deve testar e se acostumar com novos instrumentos em uma Era Neoliberal.

Os Bancos Centrais europeus estão pretendendo restabelecer formas de controle do crédito, antes completamente abandonadas e agora chamadas de “macroprudenciais”. Sendo imitadores ou copiadores atrasados, é de fato altamente provável as Autoridades Monetárias dos países emergentes manterem as atuais ferramentas de controle de crédito, utilizadas para limitar a inflação e os fluxos de capitais de entrada e saída.

Ao mesmo tempo, eles utilizam somente os juros e as exigências de capitalização dos bancos para garantir a estabilidade financeira (*macroprudencial*), enquanto suas economias se tornam mais abertas financeiramente.

O termo “macroprudencial” foi cunhado pela primeira vez no fim dos anos 1970, mas não tinha sido usado antes da GCF. Refere-se à *exigência de maior capitalização dos bancos se quiserem expandir a alavancagem financeira*.

Muitos países começaram a evoluir nesse sentido, simplesmente, acrescentando o termo “macroprudencial” às ferramentas já usadas. Incorporaram novos usos potenciais dentro dos limites da política monetária, da estabilidade financeira e da política cambial.

Poder-se-ia, no entanto, questionar se esse súbito empréstimo de vocabulário estrangeiro não provocará confusão. Paradoxalmente, poderá aumentar as dificuldades relacionadas ao *rumo da política de crédito* nesses países atrasados em termos de desenvolvimento socioeconômico.

Criará uma distinção artificial entre política monetária e política macroprudencial? Ambas permanecem interligadas, nomeadamente, na forma como combatem a inflação.

As instituições financeiras multilaterais (FMI, WB etc.), assessoras desses países, devem ficar atentas a esse vocabulário novo e importado se for prejudicial ao desenvolvimento dos atrasados. Ele desconsidera *as especificidades das políticas de crédito direcionado ainda praticadas por esses países* e tende a apagar a experiência histórica de outros Bancos Centrais dos países avançados.

Quanto aos países considerados “avançados” economicamente, notadamente, europeus, Estados Unidos e Japão, Monnet salienta *duas características das políticas*, implementadas desde a crise financeira de 2008 – e similares às dos anos 1950-1970.

Primeiro, os Bancos Centrais começaram mais uma vez a *emprestar amplamente aos bancos*, em vez de intervir de maneira mais limitada para atingir uma taxa de juros interbancária de acordo

com a meta. Eles até mesmo reviveram *um sistema de empréstimos de longo prazo*, semelhante ao tipo de redesconto de médio prazo praticado pelo Banque de France no pós-guerra.

Em segundo lugar, os Bancos Centrais dotaram-se de novos instrumentos para *controlar o crédito em termos quantitativos*, bem como a liquidez bancária, com o objetivo de limitar, em certos casos, a expansão do crédito. Com isso pretendem diminuir o *risco de crise financeira*, ou seja, *risco sistêmico*.

Essa nova política, batizada de “macroprudencial”, busca *garantir a estabilidade financeira*. Desta forma, *dissociou-se da restrição de apenas operar a política monetária*.

Isto ainda se esta tarefa também tenha sido atribuída à revisão e descrição criteriosas das principais mudanças nas operações e objetivos dos Bancos Centrais, desde a crise de 2008, bem como dos desafios futuros. Embora o termo “*política de crédito*” tenha sido banido dos discursos oficiais sobre a evolução deles, permaneceu no centro de algumas propostas alternativas para reformar suas atuações.

Os instrumentos macroprudenciais apresentam uma notável semelhança com os instrumentos de *política de crédito* durante as décadas de 1950 e 1960:

1. envolvem *mecanismos de controle operantes sobre quantidades* – e não apenas sobre juros e, daí, preços;
2. podem ser *setoriais*, por exemplo, caso seja detectada uma bolha de crédito no setor habitacional; e
3. combinam *índices de liquidez e índices de crédito*.

Apesar dessas semelhanças, há duas grandes diferenças relacionadas ao contexto predominante quando esses instrumentos foram implementados.

A primeira é a *política macroprudencial* ser vista como desconectada da política monetária. Os controles de crédito nesse contexto passaram a ser, conseqüentemente, vistos como afetando principalmente o *risco financeiro* e a *probabilidade de uma crise*, ao

invés dos objetivos tradicionais da política monetária-creditícia, ou seja, *controlar a inflação e expandir o emprego*.

No entanto, *a política de crédito do pós-guerra não fazia essa distinção*. Ao contrário, usou controles quantitativos de crédito para limitar a inflação e atuar sobre o ciclo de preços e produção.

A segunda diferença é de *natureza institucional*. Após a Segunda Guerra Mundial, *o controle do crédito ocorreu em conjunção com políticas governamentais de alocação setorial, política industrial e gestão da dívida pública*. Essa política não foi, portanto, atribuída a uma agência estatal independente e desvinculada da política governamental como é atualmente visto o Banco Central.

A consciência dessas duas diferenças convida à reflexão sobre o ainda em jogo na atual política macroprudencial. Existem razões para acreditar, ao contrário das décadas de 1950 e 1960, *inflação, dinheiro e crédito estão agora menos conectados*, face ao ocorrido anteriormente.

Isto porque *nem todo crédito é bancário*. As economias estão mais abertas e o sistema financeiro não bancário é menos endividado com os Bancos Centrais.

Mas os estudos sobre o tema, notadamente, *a relação entre inflação e crédito*, ainda são limitados – e suas conclusões dependem necessariamente da estrutura do sistema bancário em cada país. As interações entre a política monetária e a política macroprudencial, provavelmente, serão diferentes, dependendo das características do sistema financeiro nacional.

Muitos *modelos macroeconômicos* recentes, relativos à *política macroprudencial*, partem da *hipótese de desconexão com a política monetária*. Esta é vista como baseada apenas em taxas de juros. Essa restrição torna-os incapazes de considerar *as interações e sobreposições entre elas*.

Enquanto isso, *modelos de equilíbrio parcial*, relativos à implementação da política monetária, mostram, pelo contrário, como a utilização de instrumentos macroprudenciais torna necessária a modificação do funcionamento da política monetária.

Se podemos aprender alguma coisa com a história, é *não devermos tomar como certa a distinção entre política monetária e política macroprudencial*, dada a forma como elas se confundem como ocorreu no passado. Logo, *a política monetária não deve ser reduzida a taxas de juros*.

Esta conclusão é particularmente verdadeira para as economias hoje vistas como “emergentes”. Mas não é, em princípio, limitada a elas.

Uma questão mais ampla diz respeito às *consequências distributivas* da política macroprudencial e suas interações com a política governamental social-desenvolvimentista, independentemente da política monetária de juros. Essas consequências são compatíveis com a independência do Banco Central?

Alguns especialistas em história da política monetária, preveem *a independência do Banco Central* necessariamente diminuirá ou deverá pelo menos ser revista. Isto se o escopo da intervenção dele continuar a se expandir em função da demanda social – e não apenas de O Mercado.

Se a autonomia operacional do Banco Central foi uma consequência do *fim da política de crédito*, então, o retorno a certas formas de *controle de crédito direcionado*, para setores prioritários ao desenvolvimento, poderia, de fato, representar *um desafio à sua independência*. Senão pelo menos alterar sua forma institucional ao exigir *um debate democrático sobre as decisões do Banco Central*.

O Banco Central pós-2008 ainda não alcançou uma coerência institucional completa, na qual estruturas legais, crenças coletivas e ideias sobre como garantir a estabilidade e durabilidade da instituição são interligados. Essas dificuldades refletem o fato de a convicção de, historicamente, é um equívoco *a ideia de a política de crédito poder e dever ser separada da política monetária*.

A *política de crédito direcionado* foi significativamente prejudicada. É realmente possível ter uma política monetária “neutra”, sem impacto no funcionamento normal dos mercados financeiros?

Esta questão, agora muito explicitamente colocada de novo, sempre acompanhou a história dos Bancos Centrais. Cada período histórico deu uma resposta institucional diferente, sem nunca encerrar o debate de uma vez por todas.

Do século XIX até a I Guerra Mundial, em época quando os Bancos Centrais ainda eram instituições privadas como quaisquer outros aos quais os estados atribuíam o privilégio de emissão de moeda, os governos impunham *restrições regulatórias* sobre eles. Era para limitar suas vantagens competitivas e os utilizar para seu financiamento via dívida pública.

No entanto, eles ainda eram objeto de sérias críticas, sob a alegação de uma elite financeira haver passado a controlar a emissão de moeda. Os Bancos Centrais receberam, implicitamente, a tarefa de garantir a estabilidade financeira em sua qualidade de “banco dos bancos”, expostos aos riscos de suas contrapartes, mas muitas vezes sem regulamentação formal.

O período subsequente às Guerras Mundiais, objeto do citado livro de Eric Monnet, cujas principais ideias aqui resumo, pôs *fim à gestão privada dos Bancos Centrais* e integrou este último nos vários domínios onde o Estado interveio. Rechaçou a ideia de intervenção neutra e eliminou as fronteiras entre a política monetária e outras formas de política econômica do Estado, voltadas para tirar o atraso histórico no desenvolvimento.

Instrumentos de regulação bancária também ajudaram na implementação dessas outras políticas. Considerados ao mesmo tempo muito poderosos e muito dependentes do Estado, os Bancos Centrais foram posteriormente confinados a um papel mais limitado e independente do calendário político e das eleições democráticas.

A regulamentação bancária voltou a se concentrar no *monitoramento microeconômico*. Mas ficou claro esse papel ser muito fraco para:

1. prevenir crises bancárias,
2. limitar os efeitos sistêmicos dessas crises e
3. garantir o crédito do Estado por meio dos bancos públicos.

Nesse processo, ressurgiram as implicações distributivas das intervenções do Banco Central, como o retorno dos oprimidos à cena política via partidos de origem trabalhista. Parece provável estarmos testemunhando *a emergência de um quarto momento histórico*. Ele permanece, por enquanto, instável e incerto.

Administração Bancária

Os desafios da administração bancária são viabilizar cada uma das três funções do sistema financeiro. Quanto à do *subsistema de pagamentos*, ela visa o barateamento do atendimento aos clientes.

O direito ao acesso popular ao sistema de pagamentos com moeda bancária só se viabilizou pelo avanço tecnológico da indústria bancária. O barateamento do atendimento aos clientes, inicialmente através de cartões eletrônicos, devido à *automação bancária*, possibilitou, financeiramente, ampliar o acesso de clientes pobres.

Em seus primórdios, enquanto uma transação na agência custava ao banco US\$ 1,07, no telefone saía por US\$ 0,54, nas máquinas de autoatendimento, US\$ 0,27, no *home banking* a US\$ 0,15 e na internet por apenas US\$ 0,10.

O setor de TI (Tecnologia de Informações) no sistema bancário brasileiro se desenvolveu nos últimos 40 anos, período no qual esteve em boa parte sob *a pressão de uma economia instável*, sujeita a mudanças bruscas, como nas reformas monetárias ocorridas nos anos 80 e 90. Os bancos brasileiros investiram muito em tecnologia para evitar perdas com a aceleração da inflação, possibilitando elevar a velocidade de circulação da moeda nacional ao evitar deixá-la ociosa sem aplicação.

O contexto de alta inflação estimulou o desenvolvimento de soluções para agilizar todo o processo de gestão de ativos, de contas correntes, de câmbio, de relacionamento com clientes (CRM), *call centers* etc.

Estudos realizados em universidades estrangeiras, comparando experiências na área, inclusive nos Estados Unidos e na Europa, colocavam o Brasil como um dos mais avançados no

desenvolvimento, produção e utilização de tecnologias bancárias. O Brasil tornou-se exportador de serviços e soluções de TI para bancos.

Através da TI, os dirigentes e os gestores dos bancos passam a ter acesso em tempo real sobre a evolução dos múltiplos produtos e serviços oferecidos, localizada ou agregada de acordo com o interesse, desde uma agência até o nível nacional ou global. As redes de comunicações de dados compensam a dispersão geográfica das agências pelo território nacional ou mesmo a inserção internacional.

Em bancos, é necessária a *tomada de decisões tempestivas* para não perder valor. Trata-se de aproveitar a oportunidade.

As despesas de pessoal tinham um peso muito elevado no total de despesas administrativas de um banco. A possibilidade de dispensa da parcela de empregados a substituir pela maior produtividade tecnológica dos restantes reduzia esses custos e motivava os investimentos.

Mas a automação também trazia um ganho de imagem institucional por ser um *símbolo de modernidade*, divulgado pela publicidade.

Para as soluções de mobilidade, em pagamentos e transações financeiras, realmente funcionarem, era preciso os clientes operarem com qualquer banco e com o celular de qualquer operadora. A primeira premissa, para isso, foi a definição de um padrão de mensagem comum, ou seja, um protocolo padronizado.

Era também necessário criar serviços comuns de compensação e liquidação. Usou-se a infraestrutura da CIP – Câmara Interbancária de Pagamentos, operadora do SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro, fazendo ela assumir a função de *clearing*.

O subsistema de pagamentos no varejo compunha-se de caixas eletrônicos (ATMs), cartões de débito em pontos-de-venda, *home-banking*, débitos/créditos pré-autorizados, pagamentos de contas por telefone. Estão sendo superadas pelas principais categorias de aplicações *wireless* possíveis: *Mobile Banking*, *Mobile Branch*, *Mobile ATM*, *Mobile Info*, *Mobile POS*, *Mobile Credit*, *Mobile Payment* e *Mobile Security*.

Além da segurança do próprio serviço móvel, o celular serve também para acrescentar camadas de proteção a outros canais. É o caso de envio de senhas aleatórias, para concluir as transações, ou alertas sobre movimentações na conta.

A implantação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), cuja estrutura exigia as empresas fornecerem soluções para diversas camadas – bancos, câmaras de liquidação, Banco Central – tornou o mercado interno altamente comprador de automação bancária.

Esse sistema controlador de todos os pagamentos realizados no país, via operações interbancárias em rede e em tempo real, desperta o interesse em vários países. Envia missões ao Brasil para melhor conhecê-lo. As empresas brasileiras de *software* para finanças vendem soluções avançadas, com tecnologias de ponta, em várias regiões do mundo.

O SPB, cujo início de funcionamento ocorreu no dia 22 de abril de 2002, tinha como principal meta a redução do chamado *risco sistêmico*. Era o risco de um banco não ter recursos para honrar suas dívidas com outro banco. Este, por sua vez, também ficaria sem ter como pagar seus compromissos, em um “efeito-dominó” capaz de se alastrar por todo o sistema financeiro.

Quanto à tecnologia, a principal novidade foi o desenvolvimento do Sistema de Transferências de Reservas (SITRAR), mecanismo de comunicação por mensagens criptográficas. Seu objetivo foi assegurar, de forma rápida e segura, a transferência de recursos entre:

1. as *contas de reserva bancária* no Banco Central do Brasil, e
2. as *clearings*, nas contas de liquidação, também no Banco Central.

As *contas de reservas bancárias* devem ser vistas como contas-correntes dos bancos no Banco Central. Nelas são lançados todos os créditos e débitos oriundos das operações de seus detentores realizadas com:

1. os outros bancos;
2. o Tesouro Nacional;

3. o próprio Banco Central.

A diversidade das operações realizadas no mercado financeiro – depósitos ou retiradas, concessão ou liquidação de crédito etc. – convergirá para o *mercado de reservas bancárias*, sob forma de simples entradas ou saídas de caixa. Em um regime de “partidas dobradas”, a saída de um representa a entrada de outro.

Para se compreender o funcionamento do sistema financeiro, deve-se saber:

- todas as operações financeiras, sejam quais forem as partes envolvidas, exceto o Banco Central, provocam alterações nos *níveis individuais de reservas bancárias* das instituições financeiras sem alterar o saldo consolidado do sistema financeiro;
- constitui um *sistema fechado*, onde as instituições não são capazes de criar ou destruir reservas bancárias (em espécie) sem a participação do Banco Central.

A “zerada” do setor real da economia se dá porque todo agente econômico está sujeito a um fluxo de caixa (*cashflow*) de entradas e saídas diversas. Os agentes econômicos deficitários ou superavitários deverão ter fluxos de caixa equilibrados, ou seja, “zerados”.

Em simultâneo, cada banco captará o excesso de caixa dos clientes superavitários e concederá crédito para os deficitários, zerando o fluxo de caixa de sua clientela, independentemente do equilíbrio entre os recursos tomados e os concedidos, pois só por caso se igualarão. Essa instituição financeira, por sua vez, desequilibrará seu próprio fluxo de caixa, tornando-o *superavitário* ou *deficitário*.

Como ocorrem os mesmos desequilíbrios nos fluxos de caixa de outros bancos, em função da “zerada” do setor real da economia, há oscilações nos fluxos individuais de caixa das instituições financeiras.

Os desequilíbrios se compensam. No consolidado do sistema financeiro, a cada fluxo superavitário corresponde outras instituições financeiras com fluxo deficitário, mesmo com valores diferenciados.

Todas as instituições financeiras recorrerão ao mercado de reservas bancárias: as *superavitárias* para emprestar suas sobras de caixa e as *deficitárias* para demandar esses recursos faltantes para o equilíbrio contábil. No fim do expediente bancário, todas deverão se “zerar”.

Se o Banco Central quiser *controlar o multiplicador monetário*, quando empréstimos criam depósitos, em sucessivas rodadas, basta exigir maior *recolhimento compulsório de reservas*. Ele também acompanha a evolução de taxa de juros válida para o prazo de um dia (*overnight*).

A obrigatoriedade de recolhimento (em espécie) de parcela dos depósitos junto ao Banco Central dita um padrão de comportamento para os bancos. Define a *demanda por reservas bancárias*.

Definida esta demanda, resta ao Banco Central gerenciar as operações diárias através das *operações de mercado aberto* – compras e vendas de títulos de dívida pública. Elas aumentam ou reduzem as disponibilidades de liquidez, ou seja, a *oferta de moeda*, e possibilitam colocar a SELIC-mercado no nível anunciado da SELIC-meta.

A *transformação de ativos* é uma das funções especiais básicas dos bancos. Envolve a compra de *títulos primários* e a emissão de *títulos secundários*.

Os bancos frequentemente descasam os prazos de vencimentos de seus ativos e passivos. Expõem-se, então, a *risco de variação de taxa de juros*.

Esse *risco de variação da taxa de juro* pode ser definido como o efeito em:

1. o valor de mercado de um único ativo,
2. o valor do portfólio de ativos com a marcação-a-mercado,
3. a diferença entre os valores da carteira de ativos e da composição passiva, representada pelo patrimônio líquido.

Essas diferenças costumam ser denominadas *gap* ou *hiato entre prazos*. Entretanto, mensurar a exposição ao risco de variação de

taxa de juros considerando apenas a magnitude do descasamento de prazos pode ser enganador.

Os bancos publicam suas demonstrações financeiras utilizando *valores contábeis*. São registrados os valores históricos de títulos adquiridos, empréstimos concedidos e passivos vendidos.

Os *ativos de investimento* são aqueles esperados se manter até o vencimento. São registrados em *valores contábeis ou históricos*.

Distinguem-se dos *ativos para negociação*. Estes devem ser contabilizados em *valores de mercado*, ou seja, são reavaliados, diariamente, visando refletir as condições correntes de mercado.

Marcação a Mercado (*Mark-to-Market: MtM*) ou contabilidade de valor justo refere-se à contabilização do "valor justo" de um ativo ou passivo com base em:

1. o preço de mercado atual, ou
2. o preço de ativos e passivos semelhantes, ou
3. com base em outro "valor justo" avaliado objetivamente.

Diante uma tendência de queda da taxa de juro, para aumentar o *spread*, a administração das Finanças Bancárias mantém volumes elevados de ativos de renda fixa com prazo relativamente mais longo – e os juros maiores antes fixados. Ao mesmo tempo, faz a rolagem da captação de passivos em curto prazo, aproveitando-se dos juros em queda.

A *estratégia de casamento de prazos* nem sempre eliminará todo o risco de variação da taxa de juros. A imunização obriga o banco a levar em conta:

1. a *duration* ou o prazo médio de fluxos de caixa de ativos ou passivos em lugar do prazo de vencimento de ativos e passivos;
2. o *grau de alavancagem* no balanço do banco, ou seja, a proporção de ativos financiados por recursos de terceiros em lugar de capital próprio.

Somente com o *casamento das durações médias* de seus ativos e passivos, ou seja, levando em conta o momento exato de ocorrência dos diversos fluxos de caixa de entrada e saída, pode o banco proteger-se contra o risco de variação de taxa de juros. No sentido de fluxos de caixa, a *duração média*, ou *duration*, dos ativos ou passivos, geralmente, mas nem sempre, difere de seu prazo de vencimento.

O descasamento de *duration* deixa o banco exposto ao *risco de variação de taxa de juros*. Está relacionado ao *risco de variação de valor de mercado* de um ativo ou passivo. Conceitualmente, este valor é igual aos fluxos futuros de caixa descontados desse ativo.

O *valor presente* é o valor de um fluxo futuro de rendimentos (ou custos) trazido para seu valor atual. Para a obtenção desse valor presente, é utilizada uma *taxa de desconto* – geralmente o *custo de oportunidade* representado pelo juro de mercado esperado no período – para o cálculo desses recebimentos (ou custos) futuros.

Na realidade, há *diversos tipos de riscos bancários*. Em síntese, cabe a seguinte classificação ou agrupamento:

- *Risco de negócio*
 1. Risco operacional
 2. Risco legal ou jurídico
 3. Risco político
 4. Risco de fraude
- *Risco estratégico:*
 5. Risco tecnológico
 6. Risco de operações fora de balanço
 7. Risco de insolvência
- *Risco financeiro:*
 8. Risco de variações dos juros
 9. Risco de mercado

10. Risco de crédito
11. Risco de liquidez
12. Risco cambial

Contabilidade Bancária

A Contabilidade Bancária, necessariamente, deriva da Contabilidade Geral, origem das normas aplicadas nas variadas e específicas formas de escrituração das atividades, tanto das empresas não-financeiras, quanto das financeiras ou bancárias. Porém, no caso destas, é seguido um plano contábil, imposto pela Autoridade Monetária, para este gênero de negócio.

Após a criação do Banco Central do Brasil, os estabelecimentos bancários substituíram, em sua contabilidade, o livro "Diário" de escrituração mercantil pelo livro "Balancetes Diários e Balanços", cujas características atribuí eficácia probatória ao lançamento efetuado segundo o sistema de "fichas de lançamento". A Lei 4.843 de 19 de novembro de 1965 determina ele ser escriturado de modo a registrar:

- I - a posição diária de cada uma das contas ou títulos contábeis, pelo respectivo saldo credor ou devedor, em forma de balancetes diários;
- II - os balanços gerais do estabelecimento e a demonstração de sua conta de lucros e perdas.

Periodicamente, pode haver modificações compulsórias, emanadas da Autoridade Monetária coordenadora, de modo a disciplinar o acompanhamento das atividades do sistema bancário. Portanto, vigora no Brasil um padrão contábil obrigatório de ser observado pelos bancos, concessões do poder do Banco Central.

Houve a supressão da enorme quantidade das contas de compensação antes utilizadas na Contabilidade Aplicada aos bancos. Por exemplo, as operações de cobrança por parte de terceiros e a emissão de ordens de pagamentos, quando realizadas aquelas e cumpridas estas, seus resultados eram, mas deixaram de ser, englobados nas contas correntes de uma para outra agência.

Como são operações acessórias, envolvendo numerário pertencente a terceiros, ficaram consignadas no Passivo Exigível, através das contas Cobrança Efetuada em Trânsito ou Ordens de Pagamentos. Este destaque nos balancetes distingue quais as importâncias em poder do banco, proveniente de tais operações, e quais as efetivamente pertencentes a terceiros.

Esse é um exemplo de como o uso de contas de compensação na Contabilidade aplicada às empresas comerciais e industriais costuma diferir da mesma utilização da Contabilidade Bancária.

Na primeira, é prática a *criação de contas aos pares*, uma no Ativo e outra no Passivo, para controle do mesmo valor. Na Contabilidade Bancária, pode-se criar duas contas de compensação no Ativo, classificadas uma na Carteira de Empréstimos, outra na Carteira de Títulos, para contrabalançarem com apenas uma do Passivo, por exemplo, depósitos – e vice-versa.

As operações bancárias têm por objetivo maior facilitar a circulação da moeda em seus entrelaçados subsistemas de pagamentos, gestão do dinheiro e financiamentos. Podem ser classificadas como ativas, passivas e acessórias.

- As *operações ativas* são aquelas nas quais o banco coloca suas disponibilidades financeiras junto à clientela, sob diversas modalidades como empréstimos, descontos, abertura de crédito etc.
- As *operações passivas* significam responsabilidades assumidas pelos bancos, em função da entrega de recursos numerários por terceiros através de depósitos.
- Nas *operações acessórias*, os bancos funcionam apenas como intermediários financeiros por conta e ordem de terceiros, recebendo comissão pela prestação do serviço, por exemplo, em cobranças, ordens de pagamentos, cheques, valores em custódia etc.

Outra especificidade da Contabilidade Bancária refere-se à metodologia imposta pelos acordos de Basiléia. O *risco de um banco* é medido pelos seus Ativos Ponderados pelos Riscos: RWA na sigla em inglês.

São aplicados Fatores de Ponderação de Riscos (FPRs), pré-determinados pelo Banco Central de cada país, sobre o total dos distintos tipos de ativo possuído pelo banco e para cada tipo de risco exposto ao banco: Crédito, Mercado, Operacional e Liquidez. A soma destes riscos compõe o RWA do banco.

Em contrapartida, os bancos precisam manter um capital mínimo para cobrir as perdas eventuais trazidas por esses ativos. No Acordo de Basiléia II, o mínimo recomendado pelo BCBS era de 8% do RWA. Este valor era composto pelos seguintes capitais:

1. Capital de Nível I: capital de melhor qualidade do banco, composto pelo capital social, lucros retidos e reservas, e
2. Capital de Nível II: composto por dívidas subordinadas e Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (IHCD).

Depois de aderir às regulamentações de Basiléia, em 1994, o Banco Central do Brasil, em 1997, em contexto de crise bancária causada pelo fim do ganho inflacionário com *float*, optou por uma posição mais conservadora em relação ao índice mínimo de Basiléia. Aumentou o capital mínimo requerido de 8% para 11% do RWA, ou seja, 3 pontos percentuais acima do mínimo recomendado pelo BCBS.

O Acordo de Basiléia III trouxe uma nova proposta de composição de capital para o contexto mundial, com um aumento final de 5 pontos percentuais no índice mínimo total. Assim, o patrimônio de referência passou, gradual e anualmente, de 8% para 13% do RWA, distribuídos entre os capitais de nível I e nível II.

O capital de nível I é composto pelas parcelas de:

1. *capital principal* (igual ao capital de nível I citado),
2. *capital adicional* (composto por IHCD e/ou contingentes conversíveis) e
3. um *montante complementar* às exigências mínimas regulatórias.

Esse montante complementar deverá ser composto de elementos aceitos no capital principal e com poder de absorção de perdas, acumulados durante os *períodos favoráveis* dos ciclos

econômicos para serem utilizados em *momentos de estresse*. Bancos se acautelam em todo o *ciclo de endividamento*: alavancagem financeira - bolha - auge - depressão - desalavancagem - inoperância da política monetária de juros baixos - normalização.

O capital de nível II é composto por elementos capazes de absorver perdas, no caso de inviabilidade de funcionamento da instituição, ou seja, *as dívidas subordinadas*.

No Brasil, as novas regras foram implantadas gradativamente ao longo de um cronograma de seis anos (2014 a 2019), para os bancos se adequarem aos novos requisitos. O cronograma para a soma de Patrimônio de Referência e Adicional do Capital Principal ficou desta forma: 2014 e 2015 (11%), 2016 (11,125%), 2017 (11,375%), 2018 (12,375%) e 2019 (13%).

Porém, o Adicional (ex-IHCD) foi 0% nos dois primeiros anos e depois se elevou, anualmente, para 0,625%, 1,25%, 1,875% e 2,5%. Em 2019, somados os 10,5% do PR e os 2,5% do Adicional do Capital Principal chegaria aos 13% aplicados sobre o RWA do banco por parcela componente.

Os instrumentos de dívida (contingentes conversíveis e dívidas subordinadas) possuem um limite máximo de participação dentro de cada parcela de capital:

1. Contingentes conversíveis no capital adicional de nível I: até 15% do total de nível I, e
2. Dívidas subordinadas: até 50% do total de nível I.

Para o Brasil, o índice mínimo de capital regulatório já estava enquadrado na nova recomendação de 11% do RWA. Observando dados históricos, extraídos do *Relatório Top 50* do Banco Central do Brasil, na média, os bancos brasileiros sempre mantiveram um índice de Basileia entre 4 e 5 pontos percentuais acima do mínimo requerido.

Um destaque, no Brasil, era apenas os dois maiores bancos comerciais públicos possuem *contingentes conversíveis*, além de *dívidas subordinadas*, em suas estruturas de capital: o Banco do Brasil e a CAIXA.

A combinação de aversão crescente e aumento da exposição ao risco explicam a maior parte do *capital em excesso*. Os órgãos reguladores distorcem os incentivos dos bancos, limitando sua alavancagem, mas os próprios bancos passam a elevar e manter o *excesso de capital*, a princípio por ter em vista se proteger de riscos.

Pelas regras de Basileia I, os mínimos regulatórios internacionais eram de 4% de nível I e 8% no total. Porém, a própria supervisão bancária especificava os bancos com nível I acima de 5% e nível II acima de 10% serem considerados “bem capitalizados”.

Assim, indiretamente, havia *um incentivo governamental para manter excesso de capital*. Supostamente, essa manutenção acima de um percentual específico garantia a boa capitalização do banco.

Existem custos altos para levantar *capital emergencial* diante de uma *corrida bancária*. Logo, há o risco de dificuldades financeiras, determinadas pela exposição ao risco, alavancagem, restrições regulatórias versus alocação de capital, tamanho e retorno dos bancos.

Um *excesso de capital* deve ser mantido para cobrir eventuais restrições financeiras. O ajuste do capital deve ser feito em uma velocidade tal de modo a considerar:

1. custos de manutenção de excesso de capital,
2. custos de regulamentação e
3. custo de levantamento de capital.

Antes da crise de 2008, não existia a preocupação com a qualidade do capital levantado. Em súbita crise sistêmica, quem investirá em banco ameaçado de corrida bancária por parte de seus depositantes?

O excesso de capital é espécie de *hedge* (proteção) contra a violação de capital mínimo. Em um mundo de capital regulatório mínimo, determinado por Basileia, otimização da estrutura de capital está na otimização do excesso de capital mantido pelo banco.

Um modelo idealizado de maximização do valor do banco o torna livre de iliquidez bancária, imperfeições nas operações de

captação e perda de valor por violação do mínimo regulatório. Se ele se depara com um atraso na emissão de ações, para aumento do capital, maior será o esforço para levantar capital.

Pior, há grande probabilidade de liquidação do banco em caso dele não conseguir esse capital em tempo hábil de atender à regulação.

Portanto, os bancos mantêm excesso de capital além do exigido por normas regulatórias a fim de evitar *os custos de recapitalização de emergência*. Serve também para evitar custos a partir do *trade-off* entre risco e retorno.

Considerando Basiléia III uma regulamentação rígida, as evidências sugerem os bancos brasileiros estarem mais bem capitalizados se conservarem *contingentes conversíveis* (IHCD) em lugar de *dívidas subordinadas*. Essa troca do tipo de financiamento dos bancos vem acontecendo desde a publicação das regulamentações pelo Banco Central do Brasil, com base em Basiléia III, em março de 2013.

No livro digital [Fernando Nogueira da Costa – La Banca Brasileira – Sistema Bancário Complexo. maio 2022.](#), testei a hipótese da maior fonte de lucro dos *big six* bancos, no Brasil, estar no carregamento de títulos de dívida pública por suas tesourarias: gestão de recursos próprios. A DPMFi, em dezembro de 2022, atingiu R\$ 5,7 trilhões.

As RIF (Receitas de Intermediação Financeira) dos *big six* bancos brasileiros (BBBICS: BNDES-Brasil-Bradesco-Itaú-Caixa-Santander), *strictu sensu*, somaram R\$ 125,8 bilhões, no 3º trimestre de 2021, mas caso revertesse todas as provisões (PCLD) se somariam R\$ 22,3 bilhões. Assim, totalizariam R\$ 148,1 bilhões.

Descontadas as DIF (Despesas de Intermediação Financeira), o RBIF (Resultado Bruto de Intermediação Financeira), *strictu sensu*, isto é, sem Tesouraria, seria R\$ 28,5 bilhões. Estaria acima da RPS (Receitas de Prestação de Serviços), das RTB (Receitas de Tarifas Bancárias), mas bem abaixo das Receitas de Tesouraria (R\$ 70,8 bilhões). Confirmei minha hipótese com essa pesquisa empírica.

Para essa constatação, na Contabilidade Bancária, extrai do Resultado de Intermediação Financeira (RBIF), dado pela diferença entre Receitas (RIF) e Despesas (DIF) de Intermediação Financeira, as Rendas de Operações com Títulos e Valores Mobiliários (RTVM), bem como Rendas de Operações com Instrumentos Financeiros Derivativos (RDER) e Resultado de Operações de Câmbio (ROC).

Esse Resultado Bruto de Intermediação Financeira *strictu sensu* do BBBICS, descontado das operações típicas das Tesourarias dos bancos, isto é, aplicações de recursos próprios, surpreendentemente, deu negativo, quando subtrai nas Despesas também a Provisão para Créditos de Dífícil Liquidação (PCLD). Dedução: caso se confirmasse essa *perda total*, as operações de crédito seriam deficitárias para os seis maiores bancos do Brasil!

Além disso, descobri as Receitas de Tesouraria desses bancos terem sido, recentemente, mais de o dobro da soma de suas Rendas de Prestação de Serviços e Rendas de Tarifas Bancárias. Descontadas todas as despesas, inclusive PCLD, o RBIF *strictu sensu*, isto é, sem Tesouraria, seria ainda acima da Receita por Prestação de Serviço e da Receita das Tarifas Bancárias, mas bem abaixo das receitas de Tesouraria.

Antes de uma denúncia apressada da “financeirização”, vale se atentar ter sido positivo o sistema financeiro nacional ter se preservado sem nenhuma bancarrota desde a GCF de 2008. Com o consequente “efeito demonstração”, uma quebra afetaria a gestão do dinheiro dos trabalhadores, investido para suas aposentadorias.

Além disso, o principal fator responsável pela queda da rentabilidade bancária, costumeiramente, é o aumento das despesas com Provisão para Crédito de Liquidação Duvidosa.

Esta PCLD é “a vacina” capaz de imunizar os bancos até contra os efeitos financeiros do “pandemônio da pandemia”. É elevada na época de aumento de concessões de crédito para ser revertida (ou não) a depender da futura inadimplência.

A PCLD explica “a imunização” de bancos contra eventuais dificuldades, inclusive crise pandêmica. “Em tempos de vacas gordas”, cria provisões para serem revertidas “em tempos de vacas magras”, apresentando sempre um “balanço embonecado”...

Para entendimento dos resultados da Contabilidade Bancária brasileira é necessário a análise do *crédito amplo*, divulgado pelo Banco Central do Brasil. Estava em 138% do PIB em dezembro de 2019, elevou-se para 157% do PIB no fim de 2020, caiu para 153% do PIB no fim de 2021 e 150% do PIB em dezembro de 2022.

Desagregando-o em partes componentes, neste último ano, empréstimos e financiamentos foram 38% do total, títulos de dívida 44% e endividamento externo 18%. Subdividindo-o mais, entende-se quais são os principais nódulos dessa rede de relacionamentos:

- o sistema financeiro nacional concedeu 36%, outras sociedades financeiras (fundos de pensão, consórcios e BNDESPAR) 1%, e fundos governamentais também 1%;
- os títulos de dívida pública representam 35% do total, títulos de dívida direta privados (debêntures) 5%, securitizados (CRI, CRA, FIDC) 4%; e
- os empréstimos externos eram apenas 13% do total, títulos de dívida emitidos no mercado externo, 2%, e no doméstico, detidos por não residentes, denominados e liquidados em reais, 4%.

O crédito doméstico ao setor público por bancos refere-se aos recursos financeiros fornecidos ao governo por meio de aquisição de títulos de dívida pública, para carregamento em carteira própria e de terceiros (fundos). Segundo o <https://pt.theglobaleconomy.com/>, o sistema bancário brasileiro é o *segundo maior carregador de títulos públicos no mundo* (53% do PIB), abaixo só do Catar (72% do PIB). Para comparação, o da China é o nono (32% do PIB), mas está com ritmo forte de crescimento.

De 2000 a 2019, a média norte-americana foi 8% do PIB, a chinesa 14%, a argentina 12% e a brasileira 39%. O percentual em 2022 (53% do PIB) coincide com o percentual somado dos principais detentores da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), com 29% de participação das instituições financeiras no estoque e dos fundos de investimento com 24%.

Os fundos de pensão, com 23%, aparecem em seguida na lista de detentores da dívida pública. A participação dos não residentes

(estrangeiros) caiu desde o golpe de 2016, ficando em 9% em 2022. Os demais grupos (governo, seguradoras e outros) somam 15% de participação.

Os “mais ricos”, desde a criação do mercado de títulos de dívida pública, no Renascimento (século XV), preferem o risco soberano para receber juros em lugar de sofrer o aumento da carga tributária progressiva. Estes títulos são o principal lastro da riqueza financeira na Economia de Endividamento Público e Bancário no Brasil.

Outra especificidade brasileira é a elevada taxa de inflação se comparada à dos países ricos. Segundo *The World Bank*, a média anual norte-americana de 2000 a 2001, assim como a chinesa, foi 2%. A média brasileira foi quase três vezes maior: 6%. Mas foi *inercial* (com apenas duas grandes oscilações anuais em 2015 e 2021), não justificando os juros reais disparatados.

A alta inflação na América Latina resulta da soma de:

1. *fatores globais*, como pressões de custos causadas por choques de quebra da oferta de *commodities* e interrupções de cadeias de produção e comercialização;
2. *problemas estruturais*, relativamente comuns a todos os países da região com dispersão dos preços relativos.

Além dos pontos de estrangulamentos produtivos, há instabilidade com contínuas variações dos preços básicos de referência para reajustes de insumos universais como petróleo e energia elétrica. A sequência *taxa de câmbio - taxa de inflação - taxa de juro - taxa de crescimento econômico - taxa de desemprego - taxa de salário* desencadeia um processo de retroalimentação dos preços.

Eventuais ameaças políticas também influenciam os preços dos ativos financeiros, afetando em particular a cotação da moeda local diante do dólar com fuga de capital para o exterior. A incerteza aumenta o risco para os investidores, influenciando câmbio e preços. Depreciação de moedas nacionais tem *efeitos inflacionários* diretos e maiores se os mercados internos dependem mais de importações.

A região possui ainda a característica de manter alto grau de intervenção do Estado no sistema de preços relativos, por exemplo, controle de preços para baixar inflação, camuflado em pactos com

empresas. No Brasil, os “preços administrados” têm reajustes pactuados, nos contratos de privatizações de empresas estatais, desde os anos 90s, com indexações para reposição da perda com inflação.

A Velha Matriz Neoliberal com a adoção do tripé “regime de meta inflacionária - superávit fiscal - regime de câmbio flexível” só age via contínuas *medidas recessivas* como a política de elevação dos juros e o corte de gastos públicos. A primeira beneficia a tesouraria dos bancos, embora prejudique as operações de crédito por conta do elevado risco de inadimplência com o aumento do desemprego e a perda de renda.

Face aos juros de longo prazo estabelecidos nos leilões dos títulos de dívida pública pelo Tesouro Nacional, fica na mente de muitos analistas a dúvida se é a taxa de inflação ou o carregamento dessa dívida o foco maior da política de juros. O fato é: o Banco Central independente, sistematicamente, coloca o Brasil na liderança do *ranking* de maiores juros reais no mundo com a taxa de juro básica do país bem acima da taxa de inflação.

O juro real nas aplicações financeiras – *gestão de dinheiro* – evita a fuga de capital para o dólar como reserva de valor como ocorre na Argentina. Minha hipótese é essa política de juros disparatados em relação aos do resto do mundo ser a maior explicação para a diferenciação dos lucros bancários, especialmente, no Brasil.

Entretanto, além do carregamento dos títulos de dívida pública, há a especificidade do sistema de pagamentos no varejo com cartões de crédito. A “jabuticaba” é o período “de graça” com até 40 dias para pagar à vista sem juros – isso sem falar no “parcelado sem juros”. Os preços à vista no comércio não são diferenciados dos preços pagos em longo prazo, ou seja, embutem todos os custos dos comerciantes com vendas a prazo.

Nas Receitas de Prestação de Serviços (RPS), chamam a atenção na Contabilidade Bancária brasileira tanto *o crédito rotativo* como *as comissões obtidas com cartões de crédito*.

O crédito concedido às Pessoas Físicas (42% do total) é o principal no Itaú. Via cartões de crédito concedeu 33,7%. As

principais Receitas por Prestação de Serviços (RPS), obtidas pelo banco, referem-se às taxas cobradas pelos emissores de cartão e adquirentes pelo processamento das operações realizadas com cartões; às anuidades cobradas pela disponibilização e administração do cartão de crédito; e ao aluguel de máquinas da Rede. Somam 35% do total da RPS.

Para comparação, no Bradesco, cartões de crédito representavam 19% da carteira de crédito para Pessoas Físicas. No 1T2022, rendas de cartões de crédito e débito representaram 36,5% das RPS, bem acima das demais receitas.

No Santander, representaram 29% de sua RPS. No Banco do Brasil, os cartões de crédito não têm peso tão destacado como nos grandes bancos privados nacionais e estrangeiro. Representaram apenas 7,5% da Receita de Prestação de Serviços. A Caixa só obteve 4% de suas RPS com cartões de débito e crédito.

Nessa origem de lucro bancário, *os bancos privados atuantes no mercado brasileiro se tornaram "sócios" nos resultados das vendas de varejo*. Afinal, os lojistas repassam o custo de vendas a prazo para os preços de todas as mercadorias, vendidas à vista ou a prazo, elevando o custo de vida no país...

Considerando *as concessões mensais com recursos livres*, os fluxos dos cartões de crédito representaram 82% do total em dezembro de 2022. Os pagos na data de aniversário sem juros foram 67%, parcelados (juros de 182% aa), 3%, e os rotativos com juros de 409% aa, dada a inadimplência média de 45%, atingiram 12% do total. Levaram a taxa de juro média ponderada do crédito bancário com recursos livres para Pessoas Físicas no Brasil ser 56% aa!

Minha questão-chave é simples, embora o sistema bancário seja complexo: *como mudar esse sistema de pagamentos?*

Não se trata de se contentar com a denúncia infrutífera do "capitalismo financeirizado", um pleonasma. A crítica de as finanças não criar rendas, mas sim se apropriar da riqueza criada por outros setores produtivos não é adotada por nenhum indivíduo "bancarizado".

Um trabalhador, afinal, busca se inserir no sistema financeiro nacional, voluntariamente, para receber e fazer seus pagamentos, capitalizar com rendimentos de juros compostos o estoque de suas reservas financeiras, obtidas com sobras dos fluxos de renda do seu trabalho, durante anos. Além de, em emergências, ter a possibilidade de se socorrer com crédito.

Os empreendedores sabem ter necessidade de serem capazes de mobilizar capital de terceiros, avaliar projetos viáveis para obtenção de financiamentos, administrar o risco crescente com endividamento, monitorar os incentivos para administradores, fazer negócios inovadores, redirecionar os recursos de velhos para novos canais de circulação monetário-financeira. Desse modo, geram ocupações.

O desafio deles não é só fazer inovação disruptiva, ou seja, destruição criativa com invenção, alguma possibilidade tecnológica ainda não tentada, mas também lançar novos produtos ou pesquisar novas fontes de matérias primas. Em um sistema bancário complexo, necessitam *acessar crédito farto e barato*.

Para tanto, é propício um ambiente de negócios com direitos de propriedade, livre-comércio e câmbio estável garantidos, para a alavancagem financeira do negócio. Estabilidade econômica e institucional é um pilar básico para o desenvolvimento.

O sistema bancário é complexo. É necessário saber o analisar em todos seus componentes interdependentes e/ou interativos: subsistema de pagamentos, subsistema de gestão de dinheiro e subsistema de financiamentos.

Quanto ao *market-share* de cada um dos grandes bancos, cada qual tem determinado "nicho de mercado", onde é líder. Segundo o *Relatório de Economia Bancária*, em 2021, nos mercados de crédito com recursos direcionados (missão social), os bancos públicos lideram amplamente os mercados de crédito imobiliário (Caixa com 66%), rural (Banco do Brasil com 53%) e infraestrutura (BNDES com 63%). Considerando todos os *big-six* (BBBICS), nesses financiamentos mais longos com recursos direcionados, inclusive de fundos sociais (FGTS, FCO, FAT), eles dominam esses mercados com, respectivamente, 98%, 69% e 93%.

Em concessões de crédito com recursos livres (ação comercial), o *mercado de capital de giro* demandado por empresas não-financeiras é mais disputado. Em 2020, o Itaú tomou a liderança do Banco do Brasil com 16% de participação. Os *big-five* (BBICS) dominavam 2/3 desse mercado corporativo.

No *mercado de crédito pessoal* com consignação em folha de pagamento, a liderança era do Banco do Brasil (22%) e o BBICS alcançava 75%.

Esse patamar de $\frac{3}{4}$ do mercado sob controle dos maiores bancos também ocorria no *financiamento para aquisição de veículos*. Nessa modalidade, o Banco Santander-Brasil liderava (25%), seguido pelo Banco Votorantim (19%), associado ao Banco do Brasil. Depois vinham o Bradesco (13%) e o Itaú (11%). Como quinto colocado nesse crédito comercial demandado principalmente por faixa de renda mais elevada, encontrava-se o Banco Safra (6%). A Caixa Econômica Federal não compete nesse mercado por razão jurídico-institucional: dificuldade de retomada do veículo, oferecido em garantia no caso de inadimplência na alienação fiduciária.

Mas a maior contestação de domínio de mercado ocorre justamente no de *cartões de crédito*. Os cinco maiores bancos perderam *market-share* desde 2018 (78%), passando por 2019 (75%) e chegando a 2020 com 66% de participação no mercado.

Foi justamente no ano quando foram distribuídos mais 36 milhões de cartões de crédito, somados aos 100 milhões já ativos. O Nubank Pagamentos tomou o quinto lugar da Caixa Econômica Federal, conquistando quase 6% desse mercado em 2021. O líder era o Itaú (27,5%), seguido pelo Bradesco (14%), Banco do Brasil (13%) e Santander (11,5%).

Isso dá uma pista do fenômeno recente: a distribuição massiva desses cartões de crédito por bancos digitais, para uma população sem Educação Financeira, pode induzir *um consumismo irresponsável*. Só 9% dela têm apenas um cartão como sugere a boa prática de Finanças Comportamentais. Mas 47% têm quatro ou mais cartões de crédito.

Em situação de queda generalizada de renda real, isto é, poder aquisitivo, seja por desemprego, seja por inflação, passa-se a usá-los

de maneira rotativa. Busca-se transformar o emergencial em perene, com troca de cartões com distintas datas de pagamento da fatura, para matar a fome!

A vida é difícil... É imprescindível saber lidar com Finanças.

Capítulo 7. Finanças Internacionais

É impossível estudar Economia Política Internacional, segundo Susan Strange, em seu livro *States and Markets*, lançado em 2015 pela Bloomsbury, sem dar atenção especial ao *papel do poder na vida econômica*. Cada país difere na prioridade relativa dada a cada um dos quatro valores básicos da sociedade.

Cada um reflete uma mistura diferente no peso proporcional dado à *riqueza, ordem, justiça e liberdade*. Decidir a natureza da mistura é, fundamentalmente, uma *questão de poder*.

É o poder determinante da relação entre autoridade e mercado. A diferença entre uma economia baseada no mercado de iniciativa privada e uma economia comandada pelo Estado reside não apenas na quantidade de liberdade dada pela autoridade aos operadores do mercado, mas também no contexto dentro do qual o mercado funciona.

Esse contexto também reflete uma certa *distribuição de poder*. Se é um contexto seguro ou inseguro, se é estável ou instável, florescente ou deprimido, reflete *uma série de decisões tomadas por quem detém autoridade*.

No estudo da Economia Política não basta perguntar onde está a autoridade — *quem tem o poder*. É importante perguntar por qual razão ele o tem — *qual é a fonte do poder*.

É o comando da força coercitiva?

É a posse de grande riqueza?

É autoridade moral, poder derivado da proclamação de ideias poderosas com amplo apelo, aceitas como válidas e capazes de dar legitimidade aos proclamadores, sejam políticos, líderes religiosos ou filósofos?

Em muitas Economias Políticas, aqueles no exercício de autoridade, decidindo o tamanho do papel a ser dado aos mercados e as regras sob as quais os mercados funcionam, derivarão o poder de

todas as três fontes: da força, da riqueza e das ideias. Referem-se, respectivamente, às castas dos guerreiros, mercadores e sábios.

O argumento de Strange (2015) é existirem dois tipos de poder exercido em uma Economia Política – *poder estrutural* e *poder relacional* –, mas, nos jogos competitivos do sistema mundial entre Estados e entre empresas econômicas, *cada vez mais o poder estrutural conta muito mais em lugar do poder relacional*.

O *poder relacional*, conforme convencionalmente descrito por escritores realistas de livros didáticos sobre relações internacionais, é o poder de A para levar B a fazer algo contrariado, ou seja, de outra forma não fariam.

O *poder estrutural*, por outro lado, é o poder de moldar e determinar as estruturas da Economia Política global dentro da qual outros Estados, suas instituições políticas, suas empresas econômicas e (não menos importante) seus cientistas e outros profissionais devem operar.

Esse *poder estrutural*, como Strange (2015) explica, significa muito mais além do poder de definir a agenda de discussão ou de projetar os regimes internacionais de regras e costumes, os quais deveriam governar as “relações econômicas” internacionais. Esse é um aspecto do poder estrutural, mas não é tudo.

O *poder estrutural*, em suma, confere o poder de decidir como as coisas devem ser feitas, o poder de moldar as estruturas dentro das quais os Estados se relacionam entre si, se relacionam com as pessoas ou se relacionam com as empresas. O poder relativo de cada parte em um relacionamento é maior ou menor se uma das partes também estiver determinando *a estrutura circundante do relacionamento*.

Strange (2015) acha esta ser uma distinção muito mais útil para a compreensão e análise do poder na Economia Política em vez de a distinção entre *poder econômico* e *poder político*.

Alguém tem poder econômico se tem muito dinheiro para gastar, ou seja, tem poder de compra. Eles também podem ter poder econômico se tiverem algo para vender muito desejado por outras

peças. Tal poder econômico será tanto maior se eles forem os únicos capazes de vendê-lo, se, em suma, tiverem poder de monopólio ou oligopólio.

Eles também podem ter poder econômico se puderem fornecer o capital financeiro ou de investimento para permitir outros produzirem ou venderem um serviço. *Os bancos, ao controlar o crédito, têm poder econômico.*

Em contraponto, as pessoas têm *poder político* se controlam a máquina do Estado ou qualquer outra instituição e podem usá-la para obrigar a obediência ou conformidade com seus desejos e preferências dos outros.

Na Economia Política Internacional, é muito difícil traçar uma distinção clara entre poder político e poder econômico. É impossível ter *poder político* sem poder de compra, de comando da produção, de mobilização de capital. É impossível ter *poder econômico* sem a sanção da autoridade política, sem a segurança jurídica e física só possível de ser fornecida pela autoridade política.

O *poder estrutural* deve ser encontrado não em uma única estrutura, mas em *quatro estruturas distintas*, mas relacionadas. Essa visão difere da visão marxista ou neomarxista do poder estrutural com grande ênfase a apenas uma dessas quatro estruturas — a estrutura da produção.

Nenhuma faceta é sempre ou necessariamente mais importante se comparada às outras três. Cada uma é apoiada, unida e sustentada pelas outras três.

Essas *quatro estruturas interativas* não são peculiares ao complexo sistema mundial ou à Economia Política global. São elas:

1. controle sobre a segurança;
2. controle sobre a produção;
3. controle sobre o crédito; e
4. controle sobre o conhecimento, crenças e ideias.

Assim, o poder estrutural cabe àqueles em posição de *exercer controle sobre (isto é, ameaçar ou preservar) a segurança das pessoas*, especialmente da violência.

Cabe também àqueles capazes de *decidir e controlar a maneira ou modo de produção de bens e serviços* para a sobrevivência.

Em terceiro lugar, encontra-se — pelo menos em todas as economias avançadas, sejam capitalistas de Estado, capitalistas de Mercado ou uma mistura de ambas sob a Comunidade — com aqueles capazes de *controlar a oferta e distribuição de crédito*.

Esse controle do crédito é importante porque, por meio dele, a compra o poder pode ser adquirido sem trabalhar para ele ou negociá-lo. Ele é adquirido em último recurso com base na reputação do lado do mutuário e na confiança do credor.

Em quarto e último lugar, o poder estrutural também pode ser exercido por *quem detém o conhecimento*, sendo capaz de limitar ou decidir total ou parcialmente as condições de acesso a ele.

Usando esse modelo ou estrutura analítica, a conclusão parece inevitável: o governo dos Estados Unidos e as corporações dele dependentes não perderam de fato o poder estrutural dentro e sobre o sistema mundial. Susan Strange critica quem permanecer com noções convencionais de *poder relacional*. Pior ainda se, como os economistas teóricos, tenta ignorar o poder completamente.

Aqui, não será dado ênfase à Economia Política Internacional em sua dimensão institucionalista. A ótica será apresentar os instrumentos para lidar com as relações das Finanças Internacionais sob a ótica interna. Bons economistas sabem trabalhar nos três níveis de abstração: Teoria Pura, Teoria Aplicada e Arte das Decisões Práticas.

Transitamos entre esses três planos, pois, para bem lidar com Finanças Internacionais, é pré-requisito o conhecimento da Macroeconomia Aberta. Para tanto, é necessário saber:

1. o que é o mercado de câmbio;
2. quais são os conceitos e definições da taxa de câmbio;

3. como cobrir o risco de câmbio;
4. quais são os determinantes das taxas de câmbio;
5. como contabilizar as relações econômico-financeiras com o exterior.

Mercado de Câmbio

As relações comerciais e financeiras entre países emissores de distintas moedas exigem operações de conversão entre essas moedas. A troca de bens e serviços e o movimento de capitais entre nações criam ofertas e demandas por cada uma das divisas conversíveis.

Essa oferta e demanda de divisas se confrontam no *mercado de câmbio*. É constituído por uma rede mundial de telecomunicações entre os bancos e os intermediários especializados denominados *corretores*.

O *mercado de câmbio* não é, concretamente, localizado. Não tem "endereço" único. É um mercado mundial com transações concluídas via rede de telecomunicação especializada, estabelecida entre os bancos. Um corretor nacional pode negociar nas cotações observadas pelo monitor em qualquer lugar.

A *troca manual ou física* de moedas é executada por uma parcela ínfima do mercado, praticamente só para os viajantes. O essencial dele é *escritural*, isto é, realizado via compensações interbancárias, ou seja, movimentação entre contas bancárias em moeda estrangeira.

Quem <i>compra</i> moeda estrangeira (dólar)	Quem <i>vende</i> moeda estrangeira (dólar)
1. Importadores.	1. Exportadores.
2. Viajantes brasileiros.	2. Viajantes estrangeiros no Brasil.
3. Quem investe no exterior.	3. Investidor estrangeiro no país.
4. Quem necessita pagar dívida externa.	4. Quem toma empréstimos no exterior.
5. Quem aposta na desvalorização ou depreciação da moeda nacional.	5. Quem aposta na desvalorização ou depreciação do dólar.

Logo, todos os agentes econômicos, efetuando operações – comerciais ou financeiras – com moedas estrangeiras, participam, direta ou indiretamente, do funcionamento do mercado de câmbio.

No entanto, apenas os bancos intervêm, *diretamente*: centralizam as ordens de compra ou de venda, antes de executá-las, no mercado de divisas. Os intermediários especializados – os *corretores de câmbio* – funcionam como contato entre os clientes e os bancos autorizados a operar em câmbio.

No Brasil, as operações cambiais são, oficialmente, conduzidas através de estabelecimento bancário autorizado pelo Banco Central do Brasil a atuar com *a carteira de câmbio*. Ele estabelece as condições para essa atividade, porque as divisas são monopólio do Estado nacional, representado por ele, Banco Central.

Os bancos devem comprovar desfrutarem de linhas de crédito, concedidas por bancos estrangeiros, de modo elas lhes permitirem o *saque a descoberto* – pré-compromissado – até determinados limites. Eles podem comprar e vender moedas estrangeiras, mas, ao final do expediente bancário, o saldo nessas operações deverá situar-se dentro dos limites permitidos de posições *compradas e vendidas*.

Para o câmbio comercial, na *ponta da compra*, há um limite, estabelecido pelo Banco Central do Brasil. O excedente a esse valor é

depositado junto à Autoridade Monetária, rendendo algo próximo da *prime rate* (taxa de juros básica norte-americana), mas pode ser sacado a qualquer momento.

As *posições vendidas* obedecem a limites de acordo com o patrimônio líquido (capital e reservas) dos bancos.

Dentro dos bancos, os *operadores* das mesas de câmbio assumem a atividade. Eles compensam as ofertas e as demandas por uma mesma divisa entre si. Se há *oferta líquida*, colocam-na no mercado. Se há *demanda líquida*, procuram a moeda estrangeira no mercado.

O preço da moeda estrangeira, denominado de *taxa de câmbio*, não é estabelecido como o de uma mercadoria qualquer: um custo de produção mais uma margem de lucro. A divisa pode ter uma cotação oficial, em regime de câmbio fixo, ou um valor de mercado, em regime de câmbio variável.

Há *fatores fundamentais* determinantes da evolução das taxas de câmbio:

1. a paridade de taxas de juros,
2. os diferentes níveis de atividades econômicas entre os países, e
3. a paridade do poder de compra age sobre os fluxos de troca de bens e serviços e de capitais.

Esses *fundamentos macroeconômicos* determinam, de maneira estrutural, a oferta e a demanda de divisas. Mas as variações das taxas de câmbio são, na prática, maiores em relação às variações, teoricamente, determinadas pelos fatores fundamentais. As *antecipações* e/ou os *comportamentos especulativos* também interferem no mercado cambial.

Existem muitos fatores possíveis de levar a taxa de câmbio para a instabilidade. Como ela depende de múltiplas decisões, é difícil atingir um valor estável sem intervenção governamental.

Se a maioria dos *market makers* [fazedores do mercado] espera a cotação de uma moeda se elevar, ela assume a *posição comprada* nela. Então, ela de fato se aprecia.

Vice-versa, se a aposta predominante é na queda de sua cotação, isto é, na *posição vendida*, inevitavelmente, o mercado livre despenca.

Quando se diz que um câmbio é *livre* é porque ele aparenta ter sido determinado pelo mercado. Mas é só a aparência, pois uma experiência de mercado de câmbio totalmente livre é muito difícil de prevalecer. Não é duradoura.

Na prática, os Bancos Centrais intervêm, pelo menos indiretamente, no mercado cambial, para regular a evolução das taxas de câmbio, agindo sobre a oferta e a demanda da moeda nacional. Tentam evitar a contaminação da taxa de inflação pela taxa de câmbio. Quando elas permanecem muito voláteis, ele pode intervir, *diretamente*, via controle cambial.

O *controle da movimentação de divisas* é realizado pelo Banco Central do Brasil com o objetivo principal de evitar sua evasão. Quando está administrando a flutuação cambial, há risco de perda de reservas internacionais.

A *reserva cambial* é a somatória de todos os ativos e haveres financeiros (*monetários* e *não-monetários*) detidos pelo governo no exterior. São classificadas em:

1. *Conceito caixa*: quando constituída por ativos e haveres prontamente disponíveis: haveres de curto prazo no exterior (caixa, títulos financeiros do governo norte-americano, depósitos a prazo etc.), ouro, direitos especiais de saque no FMI – Fundo Monetário Internacional, entre outros.
2. *Conceito de liquidez internacional* ao incluir todos os haveres do conceito caixa mais aos ativos de longo prazo, como o crédito do Brasil com outros países, financiamento de exportação e depósitos vinculados ao acordo da dívida externa.

A legislação brasileira proíbe o uso de moedas estrangeiras nas transações internas, bem como seu depósito em contas correntes junto aos bancos situados no país. Por isto, os pagamentos e recebimentos relativos às operações cambiais são efetuadas entre estabelecimentos bancários, sem ocorrer a transferência física da moeda.

As transferências são meramente contábeis, através do sistema de compensação bancária mútua de seus créditos e débitos no exterior. Os bancos nacionais com carteiras de câmbio mantêm contas correntes em moedas estrangeiras, no exterior, justamente para isso. Na compensação interbancária, quem for devedor reembolsará o credor a diferença.

No dia a dia do mercado cambial, até o fim do expediente diário, se houver excesso de moeda estrangeira, gerado pela compra, ou seja, a *posição comprada* acima do limite permitido, se faz o repasse dos dólares ao Banco Central do Brasil. O mesmo ocorre para a necessidade de cobertura de uma *posição vendida* excessiva, gerada por venda de moeda estrangeira acima do limite autorizado.

Neste caso, o Banco Central do Brasil socorre os bancos, para eles manterem uma *posição nivelada* ao final do dia, dentro dos limites estabelecidos. Antes de recorrer à Autoridade Monetária, os bancos podem tentar, no mercado interbancário de câmbio, solucionar os problemas de excesso de compra ou venda.

A *posição de câmbio* é dada pela soma aritmética dos valores comprados e vendidos, sem levar em consideração os prazos de liquidação das operações. Por essa razão, um banco pode apostar na alta e estar com uma *posição comprada* e, mesmo assim, ter indisponibilidade cambial, ou apostar na baixa e estar com uma *posição vendida*, mesmo com uma disponibilidade cambial.

Através da verificação diária das posições cambiais dos diversos bancos, o Banco Central do Brasil acompanha o estoque de reservas internacionais do País. Também através do mercado de câmbio, há interferência na taxa de juros, pois as operações cambiais têm um impacto monetário.

Na *operação de repasse* ao Banco Central, para cobrir excesso de *posição comprada*, um banco entrega dólares e recebe reais, aumentando, em consequência, a base monetária. Vice-versa, há diminuição dela, quando ocorrem *operações de cobertura*. Neste caso, os bancos entregam reais à Autoridade Monetária e recebem dólares, para cobrir o excesso de *posição vendida*.

Conceitos e Definições da Taxa de Câmbio

No mercado de câmbio, a moeda estrangeira é um ativo sujeito às pressões de oferta e de demanda. Sua *cotação de mercado* varia em um *continuum*. A *cotação oficial* é a anunciada pelo Banco Central. Ela é uma informação chave e garantia para a clientela bancária fazer negócio com correção cambial.

Em um *regime cambial flutuante*, o Banco Central pode adotar o critério da cotação ser a do mercado, em um dado momento diário, por exemplo, a do meio-dia. O mais usual, porém, ser uma média ponderada das taxas de câmbio vigentes, ao longo do dia.

A *taxa de câmbio* é o preço pelo qual, em um dado momento, uma moeda nacional se troca por outra. Ela corresponde ao preço da moeda de um determinado país em relação a de outro país. Logo, é um *preço relativo*, não absoluto.

No Brasil, a taxa de câmbio é expressa como o preço de *uma unidade da moeda estrangeira* em termos da moeda nacional, por exemplo, um dólar (US\$ 1,00) custa um valor em reais.

Em outros países, como nos Estados Unidos, a taxa de câmbio é definida como o preço de *uma unidade de moeda nacional* em termos de moeda estrangeira.

A relevância dessa distinção é porque a linguagem técnica exige um critério claro, para se saber, exatamente, o que se está falando. Veja o seguinte quadro com os nomes dos movimentos da taxa de câmbio em função do regime cambial prevalecente.

REGIME CAMBIAL	FIXO	FLUTUANTE
aumento da taxa de câmbio	<i>desvalorização</i>	<i>depreciação</i>
queda da taxa de câmbio	<i>valorização</i>	<i>apreciação</i>

Quando se fala de uma *apreciação* da moeda nacional, sabe-se estar em vigor um regime cambial *flexível* e ter havido uma *queda* da

taxa de câmbio: compra-se *um dólar* com menos reais. Nesse caso, a moeda nacional vale mais moeda estrangeira.

Esse critério diferencia-se dos casos de outros países, quando se fala de uma *apreciação* da moeda deles. Eles adotam a convenção da taxa de câmbio como o preço de *uma unidade de moeda nacional* em termos de moeda estrangeira. Nesses casos, *apreciação* significa a taxa de câmbio *aumentar*: por exemplo, a taxa de câmbio iene/dólar estar aumentando, significa o dólar estar se apreciando por se pagar mais ienes por um dólar.

No *regime de câmbio fixo*, a autoridade monetária *fixa* o preço da moeda nacional em relação à moeda estrangeira e se compromete com a *sustentação da paridade*. Portanto, há comprometimento do Banco Central a comprar ou vender a moeda a uma determinada taxa de câmbio anunciada.

No *regime de câmbio flutuante*, as *flutuações na demanda e oferta da moeda estrangeira* são acomodadas pelas *variações da taxa de câmbio*. Não há comprometimento da Autoridade Monetária em apoiar uma certa taxa de câmbio.

O regime de câmbio fixo foi a forma predominante de arranjo cambial da economia mundial, até o final do Acordo de Bretton Woods, em 1973. Vigorou um *sistema de padrão-ouro*, entre 1944 e 1973: cada moeda nacional era conversível em dólares a uma taxa de câmbio oficial, anunciada ao FMI, e os dólares eram conversíveis em ouro, também a uma paridade previamente fixada.

Em 1971, os EUA suspenderam a conversibilidade do dólar em ouro. Após 1973, adotou-se uma flutuação generalizada das moedas com relação ao dólar. No entanto, ela é *impura*, pois ocorrem intervenções discricionárias dos Bancos Centrais no mercado cambial.

A taxa de câmbio relevante, para determinar os fluxos comerciais entre os países, é a chamada *taxa de câmbio real*. Ela corresponde ao *relativo de preços* entre os produtos estrangeiros e os nacionais, ou seja, entre *transacionáveis* e *não transacionáveis*.

A *taxa de câmbio nominal* mede a cotação ou o preço de uma moeda estrangeira (ou divisa) em moeda nacional: $e = P / P^*$ onde P é o preço em moeda nacional e P^* , o preço em moeda estrangeira.

A *taxa de câmbio real* exprime o relativo de preços dos produtos estrangeiros face ao dos produtos nacionais (p^* / p) expresso em moeda nacional: $e_r = e \cdot p^* / p$, onde p (minúsculo) é um índice de preços e o asterisco (*) indica produtos estrangeiros.

A *alta* da taxa de câmbio nominal significa a *depreciação* da moeda nacional, ou seja, o valor da divisa estrangeira aumenta. Com isso, *melhora a competitividade-preço* dos produtos nacionais em relação aos produtos estrangeiros.

Vice-versa, a *baixa* da taxa de câmbio nominal indica a *apreciação da moeda nacional*, isto é, o valor da divisa estrangeira diminui. Isto eleva os preços dos produtos nacionais no exterior e reduz os preços dos produtos estrangeiros no país, *deteriorando a competitividade-preço* dos produtos nacionais.

Esse *efeito sobre a competitividade* depende de os preços expressos em moeda nacional estarem estáveis. A taxa de inflação conta.

O efeito sobre competitividade causada por variações da taxa de câmbio nominal se dá porque o mesmo preço em dólares se eleva em reais quando a taxa de câmbio se eleva: paga-se mais em moeda nacional. Vice-versa quando a taxa de câmbio cai.

Quando há uma *valorização* cambial, o produto nacional *perde* competitividade, seja no país (preços em R\$), seja no estrangeiro (preços em US\$). Quando ocorre uma *desvalorização* cambial, o produto nacional *ganha* competitividade face ao importado: fica mais barato, seja em reais, seja em dólares.

A *taxa de câmbio nominal* é o preço de um ativo sujeito à volatilidade resultante de *diferenciais de taxas de juros* entre dois países e de notícias de *choques de oferta* (por exemplo, quebra de safra devido à estiagem), *choques de demanda* (elevação ou queda súbita e pronunciada da taxa de juro básica), *choques em tarifas ou preços administrados* etc.

Entretanto, importa para o neoliberalismo apenas deixar o mercado de câmbio livre sem intervenção, de modo ele encontrar uma taxa de câmbio nominal compatível com o nível de preços

internos e um déficit sustentável nas transações correntes de uma economia.

A *taxa de câmbio real* é uma *variável endógena* ao sistema econômico. Os agentes econômicos não governamentais decidem se vão gastar mais ou menos em bens transacionáveis, ao comprá-los no exterior, comparando seus preços no mercado externo em relação aos preços no mercado interno.

Portanto, para medir a incidência da taxa de câmbio sobre a competitividade, verifica-se a evolução da inflação *externa* em relação à *interna*.

Existem três mecanismos capazes de alterar a *taxa de câmbio real* ($e_r = e \cdot p^* / p$) enquanto um *indicador da melhora da competitividade*:

1. uma alta cambial (elevação da taxa de câmbio nominal Δe) ou depreciação da moeda nacional;
2. uma alta de preços dos produtos estrangeiros transacionáveis Δp^* (elevação da *inflação externa*);
3. uma queda de preços dos produtos nacionais ∇p (diminuição da *inflação interna*) ou deflação, caracterizada por recessão ∇Y , desemprego ∇N e queda dos salários ∇W .

A *taxa de câmbio efetiva* de uma moeda é uma média de taxas de câmbio bilaterais dessa moeda, ponderada pelo peso relativo de cada país estrangeiro no comércio exterior do país em questão. Seu cálculo considera a importância proporcional de todos os parceiros comerciais.

No mercado internacional de divisas, vigora a lei da oferta e demanda. Isto significa uma moeda poder ter preços diferentes nos diversos mercados nacionais.

As *operações de arbitragem* entre taxas de câmbio, baseada em uma circulação extremamente rápida de informações, assegura a *coerência das cotações* entre os distintos mercados de câmbio. O objetivo é tirar *benefício da divergência de taxas* entre duas praças financeiras. O movimento prossegue até o desaparecimento do diferencial.

A *arbitragem* é a mecânica de *compra* de uma moeda no mercado onde seu preço estiver baixo e de *venda* onde seu preço estiver mais alto. Obtém-se, assim, um lucro.

A arbitragem pode ser *indireta*. Ocorre quando um operador de câmbio, atuando em sua mesa (base), efetua transações envolvendo as moedas nacionais de duas praças estrangeiras. Percebe as diferenças de cotações e arbitra entre as duas moedas ou entre mais de duas.

Uma *arbitragem triangular* assegurando a paridade indireta ou a coerência de taxas de câmbio cruzadas (*cross rates*). Observa-se a cotação de uma moeda nacional em termos de duas moedas estrangeiras e se deduz a cotação cruzada dessas duas entre si.

Se, em outro mercado nacional, a cotação entre elas for diferente dessa, há *incoerência* entre as taxas de câmbio. Daí, compra-se onde a moeda está mais barata e a revende logo onde está mais cara, garantindo um lucro pelas diferenças observáveis.

Assim, se outros corretores fizerem a mesma *arbitragem*, pela lei da oferta e demanda a taxa de câmbio se equilibrará em outro patamar. A cotação se elevará onde estava subestimada e cairá onde estava superestimada.

Os desvios entre as taxas de câmbio *diretas* e as *indiretas* depende de:

1. controle do fluxo de capitais internacional (remessa de divisas de uma praça para outra);
2. custos de informações;
3. incerteza sobre a manutenção da diferença;
4. insuficiência de fundos para arbitragem.

O negócio cambial entre um exportador e um banco negociador da moeda estrangeira é formalizado através do *contrato de câmbio*. O objeto deste é registrar legalmente a compra e venda de moeda estrangeira, cuja entrega corresponde à liquidação do contrato. É um ato bilateral e oneroso, pelo qual o vendedor (exportador) vende ao

banco (comprador) as divisas estrangeiras. Sua entrega poderá ser à vista ou a prazo.

No mercado à vista, vigora a taxa de câmbio *corrente* (*spot rate*).

No mercado a termo, estabelece-se a taxa de câmbio *a termo* (*forward rate*), isto é o preço de compra, combinado no presente, para divisas a serem entregues em data futura.

Um contrato de venda de divisas, realizado pelo exportador, para entrega futura, mediante a cobrança da fatura, saque e demais documentos de exportação, subordina-se à prévia existência de um comprador, no exterior. O risco do negócio é, exclusivamente, do exportador. O banco não participa da operação mercantil.

Cobertura do Risco de Câmbio

Para cada agente econômico envolvido em transações cambiais, a volatilidade das taxas de câmbio gera incerteza quanto ao valor de seus créditos e/ou de seus débitos contraídos em moeda estrangeira. Existem técnicas de *cobertura contra o risco cambial*, associado ao intercâmbio internacional.

A necessidade de reduzir a incerteza estimula o uso de *derivativos*. Eles são instrumentos financeiros sem valor próprio: *derivam* seu valor de algum outro ativo.

Este é justamente o motivo para limitarem o risco de flutuações inesperadas de preço. Assim, limitam o risco da posse de qualquer ativo cujo preço seja volátil.

Os derivativos só têm valor de uso em um ambiente de volatilidade. São, portanto, *sintomáticos* do estado da economia e dos mercados financeiros, e *não a causa* da volatilidade, embora alguns analistas considerem que eles *agravam a instabilidade*.

Os derivativos não podem eliminar os riscos inerentes à posse de ativos voláteis, mas podem determinar *quem se encarrega da especulação e quem a evita*.

Há duas *modalidades básicas de derivativos*:

1. Como *contratos a termo* (*bancários* ou em *bolsa de futuros*): contratos de entregas futuras a preços especificados;
2. Como *opções*: contratos nos quais se fornece a um contratante *a oportunidade*, mas *não a obrigação*, de comprar ou vender para outro participante do mercado futuro um ativo a um preço prefixado.

Uma grande incerteza do produtor-exportador é qual será o preço em dólares, quando ele estiver em condições de entregar o ativo (mercadoria) ao mercado. Se o preço de venda (a exportação convertida em reais), na ocasião da entrega, for inferior ao custo de produção, ele não conseguirá pagar suas dívidas. Entrará em insolvência.

A solução é vender seu produto já no início da produção. Com a promessa ao comprador de entrega futura a um preço prefixado, se o *preço de mercado subir* (ou a moeda nacional depreciar-se), seu lucro será inferior ao potencial.

No entanto, o *contrato a termo* é uma proteção, pois, se o *preço de mercado cair* (ou a moeda nacional apreciar-se), o produtor terá passado adiante o risco de preço menor.

O outro contratante enfrenta o *risco oposto*. Ele estará em apuros se o preço da moeda estrangeira subir e aumentar o custo de seu insumo importado.

Fechando o contrato, deixa o outro assumir o risco de perda de um lucro potencial, em caso de o preço de mercado subir, isto é, se a moeda nacional se depreciar.

Geralmente, o outro contratante assume o papel de *especulador*. É alguém disposto a livrar os outros da incerteza por ter alguma convicção sobre quais serão os níveis de cotação em uma data futura.

Curiosamente, a aversão à perda de um lucro potencial – sentimento predominante entre os participantes do mercado – fornece uma vantagem intrínseca ao especulador, pois *a volatilidade futura tende a ser subavaliada em longo prazo*. Isso porque a avaliação é feita com base na experiência passada e, se nela não houve perda cambial, o risco de haver no futuro é subestimado.

O exportador pode contratar o câmbio com um banco, antes do embarque da mercadoria. A contratação a termo do câmbio significa a prefixação da taxa de câmbio.

Normalmente, isto ocorre quando o exportador pretende obter *Adiantamento sobre o Contrato de Câmbio* (ACC), a fim de contar com recursos financeiros como capital de giro, para produzir a mercadoria ou para aplicar em investimentos com uma elevada taxa de juros. A utilização de um ACC muitas vezes é motivada pela oportunidade de receber a moeda nacional, imediatamente, de forma a ter vantagens na aplicação financeira em relação à desvalorização cambial.

O ACC é utilizado como um instrumento para ganho financeiro pelo exportador ao aplicar os reais obtidos com o ACC em títulos financeiros, por exemplo, *export notes*. Recebe em juros rendimentos mais elevados em relação à expectativa de depreciação da moeda nacional durante o período.

Assim, os exportadores ganham sem correr riscos. Isto porque as duas operações têm correção cambial, isto é, são pagas pelo valor do dólar, no momento da liquidação.

Porém, há outro tipo de operação, ainda com possibilidade de ser mais vantajosa. Trata-se do *câmbio travado*. Ele funciona da seguinte forma:

1. O exportador fecha o câmbio com o banco antes de embarcar a mercadoria, mas não recebe em troca o valor equivalente em reais. Em vez disso, venderá ao banco, para liquidação futura, os dólares oriundos da exportação.
2. O banco poderá pagar-lhe um *prêmio* pela não utilização do ACC.
3. Quando se faz *a trava*, fixa-se a taxa de conversão da moeda estrangeira, o que significa o exportador não receber a correção cambial efetivamente ocorrida no período.
4. Se a taxa paga pelo banco for superior à desvalorização cambial esperada ou à taxa de juros de aplicação financeira, durante o mesmo período, será mais vantajoso para o exportador fechar o câmbio e *travar* o recebimento dos reais para uma data futura,

recebendo então o *prêmio* (inclusive isento de imposto de renda) pela operação.

5. Em uma *trava pós-fixada*, adota-se uma indexação – por exemplo, a própria correção cambial – para a correção do prêmio.
6. O banco, ao comprar o câmbio para liquidação futura, pode utilizar-se de sua linha externa de pré-financiamento à exportação, vendendo, então, as divisas obtidas no mercado à vista (*pronto*) a um outro banco, a um importador ou a uma empresa necessitado de fazer uma remessa financeira para o exterior.

Através desta operação, o banco gera moeda nacional ao custo externo (normalmente a *libor* ou *prime-rate* mais um *spread* como taxa de risco), inferior ao custo interno.

Sobre a relação formal entre taxa de câmbio *corrente* e taxa de câmbio *a termo* uma fórmula a expressa:

- se um banco empresta ou imobiliza uma soma R_t (em reais) durante um período qualquer, o valor a ser reembolsado ele terá imobilizado e será, no fim do período, igual a: $R_{t+1} = R(1 + i)$, onde i mede a taxa de juros em uma aplicação em reais, para uma duração correspondente ao período considerado.
- se o banco utiliza a soma R_t para comprar dólares, como $p^* = p / e$, ele obtém R / e dólares.
- ele coloca, em seguida, estes R/e dólares no mercado norte-americano à taxa de juros i^* e recupera a termo uma soma *em dólares* igual a: $US_{t+1} = (R / e_c) (1 + i^*)$.
- para se cobrir contra o risco associado às flutuações do dólar, o banco aplica, desde logo, seus dólares a termo. Se e_1 é a taxa de câmbio do dólar ao final do período considerado (longo prazo), o banco recupera então uma soma *em reais* igual à: $R_{t+1} = (R / e_c) \cdot e_1 \cdot (1 + i^*)$.
- o custo da soma R em reais emprestada ou imobilizada e a rentabilidade da aplicação em dólares, no mercado norte-americano, são então *equivalentes* se: $R_t (1 + i) = (R_t / e_c) \cdot e_1 \cdot (1 + i^*)$.

$e_{l} \cdot (1 + i^*)$, ou então se: $e_{l} = e_{c} \cdot (1 + i) / (1 + i^*)$. Esta é a fórmula da PCJ – Paridade Coberta da Taxa de Juros.

- Chega-se ao mesmo valor (paridade), seja fazendo a reconversão cambial pela taxa de câmbio *a termo*, seja aplicando a moeda nacional nos juros domésticos.

Pode-se, então, visualizar *três situações*:

$i = i^* \Rightarrow$ o *custo da oportunidade financeira* da cobertura do risco de câmbio é *nulo* e o banco cobrará pelos dólares a termo o preço pago para comprá-los à vista: $e_{l} = e_{c}$ (há então *paridade* entre a taxa de câmbio *a termo* e a taxa de câmbio *corrente*).

$i > i^* \Rightarrow$ neste caso, $e_{l} > e_{c}$ (a taxa de câmbio *a termo* custa um *prêmio*). A compra de divisas a termo leva à perda da vantagem de uma aplicação em reais mais bem remunerada em relação às aplicações em dólares. O banco cobrará pelas divisas *a termo* mais caro se comparado ao preço a ser pago pelo cliente comprando-as *à vista*.

$i < i^* \Rightarrow$ neste caso, $e_{l} < e_{c}$ (a taxa de câmbio *a termo* tem um *deságio*). A compra de divisas a termo permite uma aplicação em moeda estrangeira melhor remunerada face às aplicações em reais. O banco cobrará pelas divisas *a termo* mais barato se comparado às divisas *à vista*.

Nas *operações a termo bancárias* há um acordo livre entre duas partes, no qual é impossível a repactuação ou a rescisão dos contratos assinados. Isto ocorre em função das relações de correspondências ou compensações no mercado interbancário, inclusive no internacional.

As *operações bursáteis*, isto é, na Bolsa de Futuros, são operações de compra ou venda de contratos de futuros pré-formatados (*standarts*) aos preços cotados em pregão. Eles se liquidam em prazos de até 90 dias.

Nesse caso, há flexibilidade de entrada e saída dos operadores, pois um agente pode a qualquer momento mudar sua posição, no mercado de futuros. Para isso, simplesmente, estabelece um novo contrato em sentido inverso.

Nas primeiras operações, os *market-makers* [fazedores de mercado] são os bancos. Nas segundas, são as Bolsas de Futuros, por exemplo, a BM&F – Bolsa de Mercadorias & Futuros na B3. Elas garantem as transações através das *câmaras de compensação*.

O papel legal e contratual das *câmaras de compensação* permite-lhes cancelar a obrigação de uma parte, quando esta assume uma *posição compensatória* (contrária).

Esse tipo de liquidação de contratos – a *compensação por diferença* – não é possível no mercado a termo bancário. Menos de 2% das operações a futuro são acertadas pela entrega real do ativo objeto da transação. Todas as outras liquidam-se, financeiramente, por compensação.

A *câmara de compensação* do mercado de futuros atua, na prática, como a vendedora de todos os compradores e a compradora de todos os vendedores, assegurando, a uns e a outros, o acerto e a liquidação de suas respectivas posições. Para tanto, vale-se, entre outros, de dois instrumentos ou mecanismos básicos:

1. a *margem inicial* (ou original) e
2. o *ajuste de fechamento* (diário).

O objetivo principal deles é a manutenção, a cada dia, dos valores das posições compradas e vendidas de qualquer contrato nos exatos níveis nos quais foram negociados. Quem se beneficia de um movimento de preços a favor de sua posição – na alta, se *comprado*, e na baixa, se *vendido* – recebe um *crédito*. De quem sofre um movimento contrário cobra-se um *débito*.

A metáfora explicativa é como fosse um seguro de automóvel, sendo este sempre cotado a preço de mercado. Embora, nesse caso, o prêmio é reajustado mensalmente.

As *corretoras*, por sua especialização, tornaram-se o grupo de maior expressão entre os intermediários do mercado de futuros. Os dois maiores participantes desse mercado são classificados como *hedgers* ou *especuladores*. A proteção e a especulação são dois aspectos da mesma operação.

O *hedge* é o ato de defender-se de um risco por meio de arranjos compensatórios. É a tomada de posição em *mercado futuro* oposta à posição assumida no *mercado à vista*, para minimizar o risco de perda financeira decorrente de alteração de preços adversa.

Então, fazer *hedge* é gerenciar, administrar o risco, conseguir uma espécie de *seguro de preço* para o bem ou ativo transacionado.

Através do *hedging*, a perda, resultante da mudança no preço à vista da *commodity*, será aproximadamente (ou até integralmente) compensada por um lucro com a mudança no preço a futuro, no qual assumiu a posição contrária. Há um certo *paralelismo* de preços à vista e futuro, ambos movendo na mesma direção.

Os preços *futuros* tanto refletem os preços *correntes* como as previsões e as atitudes dos *traders*, ao anteciparem possíveis eventos. Há também *convergência* de preços. Os preços *futuros* e *presentes* tendem a convergir conforme o período de entrega se aproxima, ou seja, o prazo de maturação do contrato.

Os *hedgers* e os especuladores têm sempre de interagir, ativamente.

Os *especuladores* se dispõem a assumir um risco relativamente alto, em contrapartida a uma expectativa de ganho. Dependendo de suas previsões acerca dos movimentos dos preços futuros, compram ou vendem contratos futuros.

Quase nunca têm qualquer interesse em ser proprietário ou possuir a *commodity* física. Eles compram um contrato quando sua análise de preço sugere um movimento ascendente, esperando fazer, mais tarde, uma venda, pelo melhor preço, de modo a liquidar a posição por diferença e obter, portanto, um lucro. *Mutatis mutandis*, no caso da venda de um contrato.

É possível *classificar os especuladores* segundo o critério de previsão de preços utilizado para assumir posições. Conforme o método aplicado para projetar os preços – a *análise fundamentalista* dos fatores de oferta e demanda ou a *análise técnica* de gráficos, onde se representam os preços atuais frente aos recém passados, os valores e a quantidade total de contratos em aberto – os

especuladores são referidos ou como *fundamentalistas* ou como *técnicos*.

Os *fundamentalistas* e os *técnicos* (ou *grafistas*) distinguem-se pelos tipos de dados com os quais lidam. A partir deles sugerem ou chegam a uma decisão de mercado.

Os primeiros utilizam informação econômica e histórica e incluem todos os determinantes primários de preços. Podemos esperar eles agirem, basicamente, tal como os *economistas*.

Os outros comportam-se tal como os *físicos*. Buscam tirar vantagem da *Segunda Lei do Movimento* de Isaac Newton: um preço em movimento deve continuar a mover-se por inércia na mesma direção.

Em outros termos, os preços movem-se seguindo *tendências*. Daí, descartam todos os fatos sobre uma *commodity*, exceto a sua história de preços.

O trabalho de análise do fundamentalista externa-se em relatórios-pareceres e o do técnico, em gráficos, em geral plotados por computadores. O investidor terá de conhecer, ler, saber interpretar e fazer corresponder relatórios e gráficos.

Caso contrário, estará sob pena de tomar decisões operacionais apenas baseado em *feeling* próprio, sem o apoio da opinião de especialistas.

Os produtos financeiros para administração de risco surgem quando se constata uma demanda por instrumentos capazes de transferirem o risco de uma parte avessa ao risco para alguém disposto a arcar com ele.

É possível fazer uma analogia entre as *opções* e as *apólices de seguros*, pois elas são compradas e vendidas pelas mesmas razões. Durante o período coberto pelo pagamento do prêmio, o comprador de uma apólice de seguro tem o direito de oferecer, por exemplo, seu automóvel destruído (com perda total) à empresa seguradora por um preço prefixado, em troca de a seguradora ser obrigada a pagar-lhe o valor acordado pelo prejuízo sofrido. Se o automóvel nunca se acidentar, o cliente perderá o prêmio pago e nada receberá.

O *prêmio* depende do grau de risco de cada resultado. Este é calculado, por exemplo, por meio da avaliação do perfil do bem segurado e do motorista.

O produto das transações com derivativos é a própria incerteza. Os *derivativos* providenciam um sistema de seguro, inclusive com uma *franquia* (a parcela da perda coberta pelo próprio segurado), contra as variações de preços ou cotações de uma série de ativos.

O custo da "apólice" é determinado de maneira gradual, considerando a duração do período envolvido e a volatilidade esperada:

1. se o mercado começar a cair, uma carteira deve ser, gradualmente, liquidada, permanecendo apenas com alguns ativos;
2. vice-versa, com o início da alta do mercado, deve-se comprar ativos, permanecendo, no entanto, com algum dinheiro.

O resultado seria uma carteira com um desempenho prejudicado em ambas as direções. Este *prejuízo do desempenho* constituiria o *prêmio a ser pago*. Quanto mais volátil o mercado, maior o prêmio em forma de *prejuízo do desempenho*, tal como os prêmios dos seguros convencionais.

Opções de Compra são assumidas quando os compradores querem a garantia de poder aumentar seus estoques ou saldos do ativo, mesmo se seus preços estiverem subindo. Essas opções dão ao comprador o direito, mas não a obrigação, de solicitar ao outro a entrega do ativo a um preço prefixado.

Opções de Venda são adquiridas quando os compradores querem a proteção contra preço em queda. Essas opções dão o direito de vender para o outro contratante a um preço prefixado. Os vendedores dessas opções assumem esse risco em troca do prêmio pago pelos compradores dessas opções.

A *opção de compra* dá ao detentor o direito de comprar uma moeda estrangeira a um preço especificado. A *avaliação de uma opção* é como calcular o preço da incerteza.

O *valor de uma opção* depende do tempo, dos preços, da taxa de juros e da volatilidade:

1. duração do *período* até a expiração da opção: *opção longa* vale mais se comparada à *opção curta*;
2. diferença entre o *preço atual* da divisa (moeda estrangeira) e o preço especificado no contrato de opção (*preço de exercício*): a opção valerá mais quando o *preço observado* estiver acima do *preço de exercício* em vez de quando estiver abaixo dele;
3. o valor da opção depende também dos *juros* recebidos pelo comprador de seu dinheiro, enquanto espera pelo exercício da opção, e da *renda* recebida pelo o vendedor do ativo subjacente durante o mesmo período.
4. *volatilidade*: a flutuação esperada da cotação do ativo subjacente, ou seja, quanto mais volátil for o valor do ativo, mais alto será o preço da opção.

Nessa precificação, há uma noção não-intuitiva: *a direção da mudança de preço* – para baixo ou para cima – é *irrelevante* para a avaliação de uma opção. O que importa é até qual nível o preço pode ir.

Isto acontece por causa da natureza assimétrica da própria opção. O *potencial de perda* do comprador de opção limita-se ao prêmio, paga no mercado de futuros, enquanto o *potencial de lucro*, em função da cotação no mercado à vista, é ilimitado.

Determinantes da Taxa de Câmbio

Os *fundamentos* de uma economia são vistos como uma espécie de “âncora” para o mercado de câmbio, determinando, em última instância, a taxa de câmbio. Trata-se, evidentemente, de uma *análise fundamentalista* (e não de uma *análise técnica*), mais próxima do conhecimento dos macroeconomistas.

Na verdade, cada economista possui a sua lista dos *fundamentos macroeconômicos* necessários, embora não suficientes, para a determinação de uma taxa de câmbio adequada ao desenvolvimento econômico. Porém, praticamente todos citam a importância da condução dos diversos instrumentos de política econômica – política monetária, fiscal e cambial – de maneira a não gerar uma inconsistência dinâmica entre eles.

Há, muitas vezes, uma superestimativa do poder de controle e/ou determinação dessa política sobre a taxa de câmbio.

Os macroeconomistas tentam sugerir, ao destacarem os *fundamentos*, a existência, em curto ou em longo prazo, de uma posição de equilíbrio. Atuaria um centro de gravitação para uma variável econômica dinâmica como a taxa de câmbio.

A *dinâmica*, na Física, é a parte da Mecânica onde se estuda o movimento dos corpos, relacionando-os às forças. De maneira análoga, na Economia, se estuda o movimento da taxa de câmbio. Ele é relacionado às forças de mercado capazes de o conduzir.

Nesse sentido, os *fundamentos* não são fatores suficientes para sempre explicarem as taxas de câmbio, em particular, no curto prazo. É necessário levar em conta também os *fatores especulativos* ("profecias autorrealizáveis") e os *políticos*.

Os *fatores determinantes da taxa de câmbio e do balanço de pagamentos* constituem um conjunto de fatores condicionantes dos diferentes fluxos de intercâmbio entre o país e o resto do mundo:

1. todo fator contribuinte a uma *entrada líquida de divisas* (superávit do balanço global) constitui uma *demanda líquida da moeda nacional* contra divisas e conduz a uma *apreciação* daquela.
2. todo fator contribuinte a uma *saída líquida de divisas* (déficit do balanço global) constitui uma *demanda líquida de divisas* contra moeda nacional e conduz a uma *depreciação* desta.

Uma ordem de apresentação didática analisa os *fundamentos determinantes da taxa de câmbio* na seguinte ordem:

- primeiro, a *troca de bens e serviços*;
- depois, a *paridade do poder de compra*;
- finalmente, a *paridade das taxas de juros*.

Depois, deve-se a reordenar de acordo com o *tempo*, isto é, em termos de *fatores determinantes em curto, médio e longo prazo*. Só depois da análise desses fundamentos tratarei das *abordagens*

baseadas nas expectativas dos participantes do mercado de câmbio e na política cambial.

A troca de bens ou mercadorias, ou seja, o saldo do balanço comercial, aparentemente, seria o principal determinante da taxa de câmbio por ser intuitivo as compras no exterior provocarem a necessidade de divisas estrangeiras. Vice-versa, vendas ao exterior fornecem maior oferta de moedas estrangeiras.

Um primeiro fator determinante da taxa de câmbio, portanto, seriam *as trocas externas de bens ou mercadorias*, dadas pela diferença entre as exportações e as importações ($X - M$).

Aprofundando um pouco a análise, verifica-se os níveis da atividade doméstica Y e estrangeira Y^* afetarem essa diferença. Se o crescimento do resto do mundo (Y^*) for superior ao interno (Y), essa diferença ($Y^* - Y$) resultará, provavelmente, em uma exportação (X) acima da soma das importações (M): $X - M > 0$.

O superávit das transações correntes, no balanço de pagamentos, provoca uma *apreciação* da moeda nacional, no mercado de câmbio. Inversamente, um crescimento doméstico (Y) *mais rápido* face ao crescimento estrangeiro (Y^*) pode levar a um déficit do balanço comercial ($X - M < 0$) e a uma consequente *depreciação* da moeda nacional (Δe).

A Teoria da Paridade dos Poderes de Compra vê nos movimentos de preços relativos dos bens domésticos e estrangeiros o fator determinante essencial da taxa de câmbio. Existem duas versões desta teoria:

1. *variante absoluta*: explica o nível da taxa de câmbio.
2. *variante relativa*: explica as variações da taxa de câmbio.

A *versão absoluta* dessa teoria é baseada na suposta *Lei do Preço Único*, prevalecente em um mercado internacional concorrencial, sem obstáculos às trocas e sem custos de transporte e de transação.

Em outros termos, são exigidas *condições extremamente restritivas* para sua vigência:

1. ausência de barreiras ao comércio exterior (sem protecionismo).
2. custos negligenciáveis de frete, seguro, impostos etc.
3. baixos custos de transação, inclusive cambiais.
4. perfeita substituição entre os produtos importados e os nacionais.

Obviamente, os *produtos não exportáveis* [*non-tradeables*], através de fronteiras, como serviços pessoais, educacionais, energia elétrica, habitação etc., não se submetem a essa *Lei do Preço Único*.

Essa Lei sugere, se um mesmo bem está disponível nos mercados nacional e internacional (ou bens perfeitamente substitutos), seu preço interno (P) deve ser idêntico a seu preço externo (P*), após a conversão pela taxa de câmbio (e): $P = e P^*$ ou $e = P / P^*$.

Isto ocorreria em função da concorrência e arbitragem de agentes racionais: se $P > e P^*$, ninguém compraria no país e todo mundo compraria fora (e vice-versa se $P < e P^*$) até $P = e P^*$. Lógico isso só ser possível se os preços internos e externos forem flexíveis ou em um regime cambial flutuante.

De acordo com essa *Lei do Preço Único*, uma mesma unidade monetária não pode ter um poder de compra diferente em dois países, naquelas circunstâncias de competitividade perfeita. Todas as compras serão realizadas onde seu poder de compra é mais elevado.

Para os economistas da *síntese neoclássica*, de acordo com um modelo de preços perfeitamente flexíveis, as taxas de câmbio fixas são eficazes. Seriam a solução do desequilíbrio nas trocas internacionais. Com a ação das forças da oferta e da procura, a modificação dos preços relativos restabeleceria o equilíbrio geral.

Para os *monetaristas*, a proposta de um sistema de taxas de câmbio flexíveis alcança um equilíbrio das trocas. Por meio de modificações instantâneas da taxa de câmbio, graças à flexibilidade internacional compensatória, garante-se a *Lei do Preço Único* mesmo se os preços internos forem rígidos, não se alterando ao sabor das flutuações da demanda.

Síntese Neoclássica

1. preços flexíveis
2. regime cambial fixo
3. taxa de câmbio exógena
4. oferta de moeda endógena

Monetaristas

1. preços fixos
2. regime cambial flexível
3. taxa de câmbio endógena
4. oferta de moeda exógena

A *variante relativa* da Teoria da Paridade dos Poderes de Compra relaciona a variação da taxa de câmbio e a variação dos preços, ou seja, a taxa de inflação. A *Lei do Preço Único*, para todos os bens, estabelece: $e = p / p^*$ (p minúsculo), isto é, a taxa de câmbio bilateral entre duas moedas é a relação entre o nível geral de preços de um país e o de outro.

Nessa fórmula, o percentual da variação ($^{\circ}$) da taxa de câmbio depende do diferencial entre a taxa de inflação interna p° e a taxa de inflação externa $p^{*\circ}$. Caso $p^{\circ} > p^{*\circ}$, há *depreciação* cambial (Δe); caso contrário, $p^{\circ} < p^{*\circ}$, há *apreciação* cambial (∇e). Temos a seguinte equação: $e^{\circ} = (p^{\circ} - p^{*\circ})$.

Por exemplo, se os preços se multiplicam por dois no Brasil e ficam imutáveis nos Estados Unidos, o deslocamento da demanda para os Estados Unidos propicia uma elevação do preço do dólar (alta de **e**), no mercado cambial brasileiro, e um aumento dos preços dos produtos americanos importados. Isto ocorre até estes últimos, uma vez convertidos em reais, serem, por sua vez, duplicados.

Esta *versão relativa* da Paridade dos Poderes de Compra não supõe a igualação absoluta de preços. Supõe sim a ausência de mudanças nos fatores de divergência.

A *taxa de câmbio nominal* deve ser corrigida, ao longo do tempo, pelo diferencial de inflação ($p^{\circ} - p^{*\circ}$) de modo a manter a *taxa de câmbio real*, isto é, o poder de compra da moeda nacional estável, no mercado mundial.

Uma formulação da Paridade Relativa de Poderes de Compra usa a seguinte nomenclatura:

p° = taxa de inflação *no país* ($^\circ$ sobre nome da variável = % de variação)

$p^{\circ*}$ = taxa de inflação *no exterior*

poder de compra no país (p em moeda nacional):

$$p_{m n} \cdot (1 + p^\circ)$$

poder de compra no exterior (p em moeda estrangeira):

$$p_{m e} \cdot (1 + p^{\circ*})$$

Os preços dos produtos brasileiros no exterior – $p_{m n} \cdot (1 + e^\circ)$

– são inflacionados: $p_{m n} \cdot (1 + e^\circ) \cdot (1 + p^{\circ*})$

Paridade dos Poderes de Compra *supõe equiparação do poder de compra* no país e no exterior:

$$p_{m n} \cdot (1 + p^\circ) = p_{m n} \cdot (1 + p^{\circ*}) \cdot (1 + e^\circ) \quad \text{ou}$$

$$(1 + e^\circ) = (1 + p^\circ) / (1 + p^{\circ*})$$

A partir da constatação de, para pequenas variações de preços, a porcentagem de variação da taxa de câmbio ser *aproximadamente a simples diferença* entre a taxa de inflação nacional e a estrangeira, um macete é usar a seguinte fórmula aproximativa: $e^\circ \cong p^\circ - p^{\circ*}$

Sem dúvida, isso facilita a vida do economista, porém, ele deve ter cuidado de não tratar fenômenos complexos, emergentes de interações entre múltiplos componentes, com ideias simplórias. Por exemplo, a Abordagem Monetária da Taxa de Câmbio é, relativamente, simples.

Ela parte da Teoria Quantitativa da Moeda, ou melhor, de sua formulação através da Equação de Trocas, elaborada por Fisher:

$MV = pY$. Daí $p^\circ = M^\circ$ e $p^{\circ*} = M^{\circ*}$. Deduziu-se:

$$p^\circ - p^{\circ*} = M^\circ - M^{\circ*}.$$

A equação da paridade relativa de poderes de compra, na ótica monetarista, juntou aquela fórmula aproximativa com a dedução da Equação de Trocas: $e^\circ = p^\circ - p^{\circ*} = M^\circ - M^{\circ*}$.

Postulando uma causalidade, os economistas monetaristas consideram a divergência entre as políticas monetárias (nacional e estrangeira) o *determinante direto* das variações da taxa de câmbio.

Essa fórmula sugere também a da Paridade das Taxas de Juros, porque um diferencial de taxas de juros também seria uma resultante de políticas monetárias divergentes. Haveria, então, movimentos de capitais até restabelecer-se a paridade das taxas de rendimento, após conversão à taxa de câmbio corrente.

Um exemplo da Paridade das Taxas de Juros ocorreria quando houvesse uma alta da taxa de juros americana (i^*) relativamente à taxa de juros brasileira (i) e ela atraísse capitais brasileiros para os Estados Unidos.

Os investidores brasileiros comprariam dólares à vista, para aplicá-los nos Estados Unidos. Essa demanda suplementar de dólares, no mercado de câmbio brasileiro, levaria à apreciação da divisa americana.

A alta da taxa de câmbio corresponde a uma depreciação da moeda brasileira. Se ocorresse um fenômeno semelhante em relação ao resto do mundo, a entrada líquida de capitais nos Estados Unidos poderia, inclusive, diminuir sua taxa de juros.

Espera-se a Paridade dos Rendimentos das Aplicações Financeiras se a *Lei do Preço Único* for aplicável aos mercados financeiros. Nesse caso, eles seriam perfeitamente concorrenciais e os fluxos internacionais de capitais perfeitamente livres.

Haverá um diferencial durável entre taxas de juros somente com *restrições à mobilidade dos capitais*, seja devido ao controle da conversão cambial e das aplicações no estrangeiro, seja decorrência da substituição imperfeita entre instrumentos financeiros nacionais e estrangeiros, por exemplo, prazos distintos para as aplicações.

Na ausência de obstáculos à mobilidade de capitais, o diferencial entre taxas de juros é quase impossível, exceto se os agentes anteciparem uma variação da taxa de câmbio ($\hat{\epsilon}$) compensando, exatamente, esse diferencial ($i^* - i$).

A fórmula da Paridade Não-Coberta das Taxas de Juros (sem cobertura do risco cambial no mercado de futuros) é:

$i - (i^* + \hat{e}) = 0$ ou $\hat{e} = i - i^*$. O acento circunflexo (^) sobre uma variável significa ela ser uma expectativa. Assim, \hat{e} expressa o percentual da *variação antecipada da taxa de câmbio*:

$$\hat{e} = (e_t - e_0) / e_0.$$

- $i^* = i \Rightarrow \hat{e} = 0$. A *taxa de depreciação* da moeda nacional é *nula*, ou seja, não há expectativa de variações na taxa de câmbio, para o período, devido à paridade das taxas de juros.
- $i^* > i \Rightarrow (i - i^*) < 0$. Nesse caso, os investidores brasileiros têm de antecipar, com a possível fuga de capital, uma *depreciação* da moeda nacional e uma *apreciação* da moeda estrangeira. O custo de compra mais elevado da moeda estrangeira terá de ser descontado do rendimento de aplicações no exterior, propiciado pela taxa de juros mais elevada.
- $i > i^* \Rightarrow (i - i^*) > 0$. Nesse caso, os investidores estrangeiros antecipam, se o movimento de capitais for massificado, uma *apreciação* da moeda nacional ($\hat{e} < 0$), na hora da entrada, e uma *depreciação* ($\hat{e} > 0$), quando houver o repatriamento do capital. A reconversão cambial pode anular a vantagem das aplicações no mercado nacional.

Um exemplo para ilustrar esse ponto é supor a taxa de juros interna (i) mensal ser superior à taxa de juros internacional (i^*) e, então, provocar um *influxo de capitais*. A dúvida do investidor estrangeiro é a respeito de quando deve repatriar seu capital.

Sua rentabilidade, em dólares, seria calculada quando ele retirasse todo o capital, nas circunstâncias daquele determinado mês. É possível hipótese contrária: caso não houvesse o repatriamento do capital externo, ou seja, de permanência.

Com a progressiva entrada de capital estrangeiro, atraído pela alta taxa de juros, a taxa de câmbio vai caindo, ou seja, a moeda nacional apreciando-se até certo mês. Se o capital externo acumulado se retirasse em algum desses meses, sua rentabilidade seria muito superior.

Após a queda da taxa de juros, não entra mais capital e a taxa de câmbio se eleva, ou seja, a moeda nacional deprecia-se. Em função da *taxa de depreciação* (ê), não compensada pela elevação da taxa de juros, há a perda da rentabilidade, para o investidor estrangeiro.

No mercado de capitais, *cupom* é o título referente às ações ou às obrigações destacado quando se pagam dividendos ou bonificações. No mercado de câmbio, o *cupom cambial* é a expectativa de depreciação da moeda nacional, provocada pela saída líquida de capital. É uma *perda cambial* previamente antecipada.

Então, as entradas e saídas de capitais modificam a taxa de câmbio, mas não são somente os fluxos de capital. São vários os *fatores determinantes da taxa de câmbio*. Pode-se estabelecer uma certa hierarquia, no tempo, entre eles.

Os *fatores fundamentais* determinantes das taxas de câmbio, ao longo do tempo, são:

1. as taxas de juros: constituem o principal fator *em curto prazo*.
2. a conta das transações correntes: age igualmente *em curto e em médio prazo*.
3. a paridade dos poderes de compra: atua somente *em longo prazo*.

O argumento para essa hierarquia temporal é a *mobilidade de capitais*, provocada por fluxos financeiros, em curto prazo ser superior, se comparada à determinada por fluxos comerciais de bens e serviços. Isto acontece porque os administradores de portfólio reagem imediatamente a diferenciais de juros entre os países.

Os fluxos de trocas comerciais adaptam-se lentamente às flutuações das taxas de câmbio. A flutuação cambial, em longo prazo, após alinhamentos dos juros e ajustes comerciais, reflete a diferença entre as taxas de inflação.

É preciso ganhar nichos de mercado, na economia mundial, efetuar os contratos de exportação ou de importação, executar o ciclo de produção, efetuar os embarques das mercadorias etc. Tudo isso

leva mais tempo em lugar dos “cliques” no mouse dos operadores de mesas de câmbio dos bancos...

Abaixo resumo tudo dito através de um quadro sintético. Ele reapresenta, conjuntamente, as fórmulas representativas dos distintos fundamentos determinantes da taxa de câmbio.

DETERMINANTES DA TAXA DE CÂMBIO	
Paridade <i>coberta</i> da taxa de juros	$e_i = e_c \cdot (1 + i) / (1 + i^*)$
Paridade <i>não coberta</i> da taxa de juros	$\hat{e} = i - i^*$
Fundamento da troca de bens e serviços	$e = f(\text{BTC}) = f(X - M) = f(Y - Y^*)$
Versão <i>absoluta</i> da paridade do poder de compra	$e = p / p^*$
Versão <i>relativa</i> da paridade do poder de compra	$e^\circ = [(1 + p^\circ) / (1 + p^{\circ*})] - 1$ $\approx p^\circ - p^{\circ*}$

Administração Cambial

A *taxa de câmbio fixa* é definida por uma Nação, quando ancora, de maneira unilateral, o valor de sua moeda nacional ao da moeda de outra Nação.

As diversas formas quando isto pode ocorrer são:

1. a primeira nação tem total responsabilidade por manter a taxa de câmbio no nível com o qual se comprometeu;
2. a responsabilidade pela sustentação da taxa de câmbio, no entanto, pode ser conjunta ou “cooperativa”, fruto de um acordo internacional, por exemplo, o Sistema Monetário Europeu, antes da unificação monetária;
3. *currency-board* [caixa de conversão]: o valor de cada moeda pode ser fixado em relação a uma terceira moeda (por

exemplo, o dólar) ou mercadoria-padrão (como o ouro): neste caso, o valor da moeda nacional está fixo em relação ao do ativo escolhido e, a essa taxa, realiza-se a conversão cambial desejada pelo público.

O *regime cambial flutuante* – cotações de compra e venda oscilantes ao longo do dia – também tem suas nuances. O conceito de *bandas cambiais* estabelece um “faixa de flutuação”, através de uma *paridade mínima* para a intervenção governamental de compra e uma *paridade máxima*, para a de venda, no mercado de câmbio.

Quando o governo não estabelece previamente quais são as “bandas de flutuação”, há certo grau de arbitrariedade nas suas intervenções. Nesse caso, é uma *flutuação suja*.

Mas, se o Banco Central define claramente quais são as bandas, mesmo estas sendo móveis, trata-se de um *regime de câmbio administrado*. É uma forma de *estabilizar o câmbio*.

- O regime cambial de “flutuação limpa” ocorre quando o *Banco Central não compra ou vende moeda estrangeira*.
- O regime cambial de “flutuação suja” ocorre quando a *Autoridade Monetária realiza operações cambiais*.

Difícilmente o mercado de câmbio é deixado livre, pois o Banco Central é o maior participante do mercado de câmbio. Normalmente, há a intervenção da Autoridade Monetária de maneira a conter e regular as forças de mercado. O objetivo é coordenar a política cambial e a política monetária, bem como a política fiscal, de acordo com as condições macroeconômicas almejadas pelo governo.

A *intervenção do Banco Central*, via *dealers* (bancos negociantes de um volume expressivo no mercado de câmbio inclusive em nome de terceiros), pode ser feita sobre o estoque de moeda sob a seguinte forma:

1. *se a taxa de câmbio cai*, ficando muito abaixo do nível desejado pelo governo, indicando a oferta de moeda estrangeira estar acima da demanda, o Banco Central entra no mercado e vai comprando o excesso de divisas. Isto implica em gradual elevação da taxa de câmbio até ela retornar ao nível desejado pelo governo;

2. *se a taxa de câmbio se eleva, acima das expectativas oficiais, indicando a oferta de moeda estrangeira está inferior à demanda, o Banco Central usa parte de suas reservas cambiais, vendendo, no mercado, um determinado montante. Aumenta assim a oferta e faz cair a taxa de câmbio até o nível desejado.*

Os *passos operacionais* de uma compra ou venda de moeda estrangeira, efetuada pelo Banco Central, são os seguintes:

1. O Banco Central aciona todos os seus *dealers* e informa a intenção de fazer um leilão informal (*go around*) de câmbio e fixa o lote mínimo, geralmente, de US\$ 500 mil.
2. O segundo contato do Banco Central é para informar o leilão ser de compra ou de venda de moeda, ou de *spread*, para fixar as taxas no nível desejado. Nesse momento é fixado o prazo para o *dealer* apresentar sua disposição de comprar ou vender determinada quantidade de moeda, em nome próprio e/ou de seus representados, naquelas taxas de câmbio anunciadas.
3. O Banco Central recebe as propostas, seleciona as melhores e divulga o resultado do leilão.

Com a adoção de um *regime de câmbio flexível*, não há uma política cambial propriamente dita, pois a taxa de câmbio torna-se *endógena*, isto é, determinada pelas forças do mercado. Em contrapartida, no *regime de câmbio fixo*, a taxa de câmbio *não é uma constante*, pois passa por flutuações limitadas (dentro de margens ou bandas, anunciadas ou não) em torno de uma paridade anunciada estável.

Na prática, significa o governo determinar uma *taxa de câmbio oficial* com a colocação da cotação do dólar em seu nível. A partir dessa sinalização intervém, ativamente, no mercado cambial, de maneira a manter a taxa de mercado nessa paridade oficial.

Portanto, a *desvalorização ou revalorização cambial* são modificações da taxa de câmbio oficial anunciadas pelo governo. Ele se compromete a manter no interior das margens de flutuação autorizadas em um sistema de câmbio fixo. A *depreciação* ou a *apreciação* designa os *movimentos efetivos* da moeda nacional no mercado de câmbio flutuante.

A ideia comum nos três enfoques mais conhecidos para a administração cambial – a *abordagem monetária*, o *modelo de ultrapassagem* e a *abordagem de portfólio* – é a suposição de a taxa de câmbio ser determinada, em última instância, no mercado de ativos. Trata-se do retorno antecipado pela manutenção de uma divisa ou de um ativo – forma de manutenção de riqueza – denominado nessa divisa.

A fórmula seguinte sintetiza os enfoques:

$$e = (m^s - m^{s*}) - k(y - y^*) + h(i - i^*)$$

Na Abordagem Monetária, a taxa de câmbio é o preço relativo de duas moedas. Adota também a *hipótese da paridade do poder de compra*. A taxa de câmbio é determinada pela taxa nominal de conversão dos dois estoques nominais de moeda: $(m^s - m^{s*})$.

Os movimentos na taxa de câmbio são devidos à diferença no crescimento da oferta de moeda (m^s) em relação à demanda por moeda (m^d).

Coeteris paribus, a expansão maior da oferta de moeda doméstica (Δm^s) leva à sua depreciação (Δe).

Coeteris paribus, o crescimento relativamente mais rápido da renda doméstica (Δy) provoca aumento da demanda por saldos monetários (Δm^d) e, portanto, apreciação da moeda nacional (∇e).

Como visto, a diferença entre a taxa de juros interna e externa tem muita importância no direcionamento dos fluxos de capital. As *condições da paridade das taxas de juros* demonstram isso.

1. Condição da paridade *coberta* dos juros: $[i - i^*] = d =$ prêmio da taxa de câmbio no mercado futuro sobre a taxa de câmbio no mercado à vista.
2. Condição da paridade *descoberta* dos juros: $[i - i^*] = \hat{e} =$ expectativa de depreciação cambial.

Nessa Abordagem Monetária, a *depreciação esperada* pelos agentes econômicos com expectativas racionais é função do crescimento previsto da oferta de moeda. Novas “notícias” (*news*)

sobre mudança permanente na oferta de moeda produzem a revisão da expectativa sobre a depreciação esperada.

O Modelo de Ultrapassagem (ou de *hiper reação*) de Rudiger Dornbusch (1942-2002), elaborado para circunstâncias de regime cambial flutuante e globalização financeira, vai contra a crença no automatismo imediato do equilíbrio. Sua teoria da *sobre reação* ("mais de uma") refere-se ao *overshooting*.

Overshooting cambial pode ser traduzido, literalmente, por "acima da linha de tiro". A metáfora usual é "acertar na mosca (do alvo)" ser os agentes econômicos retornarem, progressivamente, à "linha de tiro", ou seja, à taxa de câmbio de equilíbrio, em longo prazo. É aquela apontada pelos fundamentos macroeconômicos.

Nesse Modelo de Ultrapassagem, a taxa de câmbio é dada, em curto prazo, por *diferenciais entre taxas de juros*, e, em longo prazo, pela *paridade de poder de compra*.

Uma hipótese fundamental, baseada em evidência empírica, é as cotações dos ativos (inclusive moedas), nos mercados financeiros, ajustarem-se mais rapidamente às novas informações (*news*) se comparado ao ajuste dos mercados de bens e serviços ou o mercado de trabalho. Esses se ajustam progressivamente.

Essa diferença de velocidade de ajustamento torna a variação da taxa de câmbio, em curto prazo, superior àquela necessária para adaptar ao seu nível de equilíbrio em longo prazo.

Portanto, a reação muito rápida, no mercado monetário, a uma notícia de elevação da oferta de moeda provoca de imediato a baixa da taxa de juros, a saída de capital para o exterior e a depreciação imediata da moeda nacional. Isto ocorre tanto em função da fuga de capital quanto devido à inflação esperada.

É como a taxa de câmbio se depreciasse mais além de caso tivesse uma única causa: em curto prazo, a taxa de câmbio "sobre reage" em relação àquela de equilíbrio, para qual tende em longo prazo.

A depreciação inicial é superior à provocada pela própria taxa de inflação. Então, os preços domésticos em moeda estrangeira (p)

diminuem e os preços dos produtos estrangeiros em moeda nacional (p^*) aumentam.

Em consequência da melhoria na competitividade (aumento da taxa de câmbio real Δe_r), elevam-se as exportações (ΔX) e caem as importações (∇M). Isto ocorre no *balanço comercial*.

Também através da *conta capital* do balanço de pagamentos há uma reversão, devido à queda da oferta real de moeda ($\nabla M^s / p$), aumento da taxa de juros (Δi), atração de capital externo (ΔK) e consequente queda da taxa de câmbio (∇e). O movimento de apreciação progressiva da moeda nacional seguiria até atingir o nível de equilíbrio em longo prazo.

O *overshooting cambial* surge devido à incapacidade de antecipação correta da taxa de câmbio em longo prazo, apesar da posição de curto prazo ser insustentável.

Na verdade, é uma *segunda versão da abordagem monetária* da determinação da taxa de câmbio. A expansão monetária provoca excesso de liquidez e queda na taxa de juros doméstica. A evasão de capital leva a um ajuste rápido do mercado de ativos. A depreciação da moeda nacional (alta da taxa de câmbio) é acima do necessário para o equilíbrio a longo prazo.

Há, depois, uma lenta apreciação da moeda nacional, devido à *paridade descoberta dos juros*. O modelo admite haver um desvio entre a taxa de câmbio e a *paridade do poder de compra*, no curto prazo, mas ele é eliminado no longo prazo.

Um problema prejudicial ao modelo de *overshooting* com retorno ao equilíbrio refere-se à *noção de "bolha racional"*. Ocorre quando os agentes esperam a continuidade de um movimento em certa direção – uma diferença positiva de juros ($i > i^*$) indica os participantes do mercado esperarem uma apreciação da moeda local –, mas não estão certos quanto à magnitude do evento e quando ele acontecerá.

Assim, os agentes entram na "onda", *seguindo (e reforçando) a tendência* (contrária) observada, correntemente, no mercado de ativos. Esta especulação ocorre, embora saibam a *bolha* em algum

momento estourará, pois ela não é sustentável descolada de seus fundamentos em longo prazo.

Quando a moeda está *sobredepreciada*, há, então, uma expectativa generalizada de apreciação até sua taxa de equilíbrio em longo prazo. No entanto, essa expectativa é incerta e conduz a comportamentos instáveis e de antecipação. Estes comportamentos especulativos têm papel determinante na formação da taxa de câmbio em curto prazo.

Na realidade, não existem movimentos compensatórios entre *vendidos* – quem espera uma depreciação (alta da taxa de câmbio) e vende a moeda – e *comprados* – quem tem expectativa de apreciação e compra a moeda. Se fosse assim, não teria nenhum efeito líquido.

Mas, infelizmente, a realidade é mais complexa face à sua representação abstrata nos modelos matemáticos de equilíbrio. As profecias autorrealizáveis ocorrem, de maneira *reflexiva*, quando a maioria dos agentes espera a depreciação de uma moeda e a vende no mercado cambial. A depreciação se produz, efetivamente.

Uma “*bolha especulativa*” é o afastamento entre o valor efetivo e o valor de equilíbrio de uma variável, provocado pelas antecipações dos agentes participantes do mercado. O *ataque especulativo à paridade cambial* surge do abrupto aumento das decisões privadas de venda da moeda doméstica e dos ativos nela denominados, devido à tentativa de manter-se “comprado” ou “credor” na divisa estrangeira hegemônica.

A apreciação ou depreciação de uma moeda dependeria, de acordo com uma *análise fundamentalista*, realizada por macroeconomistas, de seus *fundamentos*: taxas de juros, saldos das transações correntes, taxas de inflação.

Mas, conforme uma *análise técnica ou “grafista”*, a taxa de câmbio seria resultante da reflexividade das antecipações.

A escolha de compra ou venda por parte de cada agente do mercado de câmbio depende da sua opinião pessoal sobre a evolução dos *fundamentos* e da ideia feita por ele a respeito da opinião dos demais participantes do mercado. Como as decisões, no mercado,

afetam os *fundamentos* os quais, supostamente, deveriam refletir, o *comportamento mimético de seguir tendência* é, ao mesmo tempo, defensivo e especulativo.

A *bolha especulativa*, nessa visão, seria resultante de um comportamento racional face às informações disponíveis no mercado de rumores.

Enquanto a bolha infla, aumenta-se a expectativa de reversão da tendência. Mas, para haver mudança de comportamento individual do especulador, ele tem de ter um convencimento pessoal de todos os outros esperarem a reversão.

Aí, então, basta um megaespeculador (“vidente”) começar a inverter sua posição para outros céticos inseguros o acompanharem, seguindo o líder em comportamento de manada. *A bolha estoura*. É impossível prever o momento preciso quando isso ocorrerá.

Um megaespeculador assume o papel da vidente por ser a pessoa dotada, segundo a crença de muitos, da faculdade de visão sobrenatural de cenas futuras ou de cenas ocorrendo em lugares onde ela não está presente. Se é uma pessoa dotada dessa faculdade, ela é perspicaz e pode profetizar!

Em mercado de cegos, o uso de uma visão profética o torna líder do rebanho. O “comportamento de manada” torna sua profecia autorrealizável.

Sobre a Abordagem do Portfólio, há pouco a acrescentar àquela noção de o fluxo de capital tender a dominar a variabilidade a curto prazo da taxa de câmbio. Os diferentes agentes fazem ajustamento de estoque (saldos) em seus portfólios em função da rentabilidade esperada dos ativos domésticos em relação aos estrangeiros.

Assim, a determinação da taxa de câmbio é o estabelecimento de preço em um mercado de ativos – formas de manutenção de riqueza – composto por divisa estrangeira. É uma reserva de valor internacional.

A flutuação em curto prazo da taxa de câmbio depende das expectativas de mercado. Essa Abordagem de Portfólio se choca com a concepção de existir um único preço de equilíbrio, determinado por fatores macroeconômicos fundamentais.

No entanto, nos períodos de alta instabilidade, em mercados cambiais, a volatilidade cambial em regime de câmbio flexível e/ou a pressão especulativa contra a paridade oficial em regime de câmbio administrado podem ser justificadas pelo desalinhamento da taxa de câmbio em relação a seus supostos fundamentos macroeconômicos subjacentes. O discurso dos líderes econômicos é, muitas vezes, distinto de suas práticas.

Mesmo em *regime cambial flexível*, as autoridades monetárias supervisionam as instáveis taxas de câmbio e intervêm, frequentemente, no mercado, para as estabilizar. Em *regime cambial fixo*, os Bancos Centrais comprometem-se a intervir sempre, para manter suas taxas de câmbio no interior de margens (*bandas*), anunciadas unilateralmente ou definidas pelos acordos internacionais.

No entanto, neste regime, há dificuldades em manter a taxa de câmbio no interior das margens de flutuação anunciadas (*bandas*).

No caso de *pressão para a depreciação da moeda nacional*, o Banco Central deve dispor de reservas cambiais (um estoque de divisas conversíveis aceitas no mercado cambial) de maneira a poder comprar sua própria moeda.

Quando surge uma tendência de forte depreciação, um Banco Central pode tomar emprestado divisas de outros países para completar reservas internacionais insuficientes. Mas o reembolso futuro em divisas estrangeiras leva à obrigação do ajuste cambial.

O Banco Central limita o movimento de depreciação se ele for meramente conjuntural. Se os fundamentos determinantes da evolução da taxa de câmbio atuam, permanentemente, no sentido de uma depreciação, acaba tornando-se impossível defender a taxa de câmbio oficial.

O governo reconhece então ela ter se tornado irrealista. O caminho usual é executar uma desvalorização: *anunciar a taxa de câmbio oficial em um nível defensável*.

No caso de *apreciação da moeda nacional*, para manter o regime cambial administrado, ocorre a venda da própria moeda contra as divisas estrangeiras em depreciação. Isto leva ao acúmulo de reservas cambiais e, em consequência, ao aumento da massa

monetária em circulação, sem contrapartida direta em aumento da produção.

Para evitar este desequilíbrio inflacionário entre a demanda sob forma monetária e a oferta de bens, o governo executa uma revalorização de sua moeda. Anuncia uma menor taxa de câmbio oficial. Dependendo da reação do mercado, pela queda do *cupom cambial*, isto pode dispensar as futuras compras de divisas pelo Banco Central.

A conclusão de um economista ortodoxo é, em médio ou longo prazo, a taxa de câmbio não permanecer estável, independentemente do regime cambial, se os *fundamentos* estão contrariados. Em contraponto, um heterodoxo testaria a *hipótese de pura especulação como determinante do câmbio*, quando os países são vítimas de ataques especulativos.

Ocorrem quando especuladores tentam à força a mudança na paridade cambial, visando ganhos financeiros em curto prazo. Este comportamento se torna o determinante das paridades cambiais à revelia do estado dos fundamentos do país atacado.

A *abordagem institucionalista* aponta a instabilidade como inerente à ordenação microestrutural do mercado global de câmbio em função de sua organização institucional. Pela interação entre os *market makers*, pelas formas de efetivação das transações e pelos meios de circulação das informações etc., em contexto internacional de livres fluxos de capitais voláteis e predomínio de regimes de taxas de câmbio flutuantes, torna-se natural a formação de um ambiente propício e estimulante aos ataques especulativos a países com a taxa de câmbio administrada não de acordo com seus fundamentos econômicos.

Contabilidade das Relações com o Exterior

Relacionados aos seus componentes contábeis, há quatro abordagens mais conhecidas dos *fatores determinantes do balanço de pagamentos*:

1. *Abordagem das Elasticidades*: analisa o impacto de uma mudança nos preços relativos sobre o balanço comercial.

2. *Abordagem pela Absorção*: coloca ênfase no balanço de transações correntes.
3. *Abordagem pelos Movimentos de Capital*: enfatiza o balanço dos movimentos internacionais de capital.
4. *Abordagem Monetária*: destaca os impactos monetários das variações das reservas internacionais.

A Economia sem hipóteses subjacentes a cada abordagem seria mera Contabilidade... Por ser o fundamento teórico da política econômica pregada antes pelo FMI, vou destacar a segunda abordagem, inclusive por as demais já estarem implícitas no dito antes.

A *abordagem das elasticidades* defende a ideia de o ajustamento do balanço de pagamentos não tem de implicar, necessariamente, em contração da renda nacional, ou seja, recessão econômica. Ao contrário, a *abordagem da absorção* deduz de uma identidade contábil a ideia de, para melhorar o desempenho do balanço de transações correntes, o país necessita *reduzir a absorção interna* relativamente à renda.

A *absorção* (A) é a parte da Renda Nacional (RN) absorvida pelos gastos internos: $A = C + I + G$. Se o Produto Interno Bruto é $PIB = RN - RL_{rm}$, na qual RL_{rm} é a renda líquida recebida do resto do mundo, $RN = C + I + G + X - M + RL_{rm}$. Logo, $RN = A + BTC$ e $BTC = RN - A$.

Se há *superávit* no balanço de transações correntes ($BTC > 0$), a absorção está *inferior* à renda nacional ($A < RN$). Então, a chamada "poupança nacional" está positiva, com o país demonstrando *capacidade de financiamento*.

Se há *déficit* no balanço de transações correntes ($BTC < 0$), a absorção está *acima* da renda nacional ($A > RN$). Logo, o país tem *necessidade de financiamento*, ou seja, usa "poupança externa", para gastar mais do que sua renda.

Podemos continuar a manipulação das contas nacionais, definindo: $RN = C + S + T_1$ onde S é poupança e T_1 são os impostos líquidos de subvenção. Substituindo, $BTC = RN - A = C + S + T_1 - C - I - G$ ∴ $BTC = (S - I) + (T_1 - G)$.

A dedução do *enfoque pela absorção* é o déficit do balanço de transações correntes ($BTC < 0$) ser um efeito do *excesso do investimento privado sobre a poupança privada* ($[S - I] < 0$) e/ou do *déficit fiscal* ($[T_1 - G] < 0$).

Portanto, o excesso de gastos (ou insuficiência de poupança), correspondente ao déficit externo, seria devido às escolhas privadas e/ou à política fiscal.

Pior, *coeteris paribus* (RN dada ou pleno emprego), os seguidores dessa abordagem deduzem uma *política fiscal expansionista* (via déficit fiscal) provocar um déficit do balanço de transações correntes. Vice-versa, uma *política fiscal restritiva* (com superávit fiscal) resultar em superávit do balanço de transações correntes.

Uma expansão dos gastos públicos produziria, em uma *economia fechada*, segundo essa abordagem adotada pelos economistas neoliberais, um *efeito deslocamento* (*crowding-out*) de algum outro componente dos gastos – por exemplo, declínio do investimento privado – e anula o impacto sobre a demanda agregada.

Em uma *economia aberta*, supondo pleno emprego (Y^s dada) como estado normal da economia, o aumento de gastos públicos (ΔG) não só provocaria a redução de outras formas de gastos – privados ($\nabla[C + I]$) – como também das exportações líquidas ($\nabla[X - M]$). Isto porque haveria aumento da demanda por moeda ($\Delta[m^d - m^s]$), dos juros ($\Delta[i - i^*]$), atração de capital estrangeiro (ΔK^e) e apreciação da moeda nacional (∇e).

A mensagem básica enfatizada, nessa visão ortodoxa, é a *redução da absorção*, principalmente através do corte dos gastos governamentais (∇G), é *condição necessária para melhorar a conta corrente do balanço de pagamentos*. A queda no produto (∇PIB), acompanhada de aumento do desemprego (∇N), é, geralmente, o primeiro resultado das medidas tomadas para essa redução.

Esse *enfoque da absorção* propõe a recessão como terapia universal. Sem sentir nenhum complexo de culpa, faz isso a partir da transformação de uma identidade *ex-post* – uma mera *correlação contábil* – em uma *relação causal*.

Não tem fundamento científico *a proposição de a redução da absorção (gastos internos) ser a única condição para a melhoria do balanço de transações correntes*. Pior, os economistas seguidores do receituário do FMI têm provocado graves recessões e danos sociais com ela...

É percebida, historicamente, uma elevada correlação causal entre a taxa de câmbio e a taxa de inflação na economia brasileira. A depender de sua permanência em médio e longo prazo, a depreciação da moeda nacional traz uma "inflação importada" – e vice-versa, quando ela está apreciada, é mais fácil controlar a inflação.

Em função disso, a política monetária do Banco Central do Brasil usa (e abusa) da (dis)paridade entre a taxa de juro interna e a internacional. Beneficia-se de um superávit quase estrutural no Balanço Comercial e grande reserva cambial nas últimas décadas.

Por fim, quanto ao último fundamento, o diferencial entre taxas de inflação interna e externa, a economia brasileira beneficiou-se da predominância de tendência deflacionária internacional nas três últimas décadas. Ocorreu pelo choque de oferta sobre o custo unitário do trabalho, devido à entrada na China no mercado exportador mundial, barateando os produtos industriais.

Os demais determinantes impactam a taxa de câmbio em curto prazo: *o mercado de câmbio à vista e em futuros*, de um lado, e *o Estado via política cambial*, de outro, em contraponto regulatório. O Banco Central opera, em sua mesa de câmbio, para conter as expectativas de inflação através de seu instrumento principal: *a relação juro/câmbio*.

Assim, além de controlar a demanda agregada, também eleva o *cupom cambial*, isto é, a diferença entre o juro interno e o juro externo, descontada da variação esperada da taxa de câmbio. A disparidade do juro seria para corrigir o primeiro fundamento.

Para o jornalismo econômico raso, todo movimento de câmbio sempre é um "Deus nos acuda". Na realidade, é um "overshoot", isto é, um exagero "acima da linha de tiro" na direção do equilíbrio fundamentado em longo prazo. Quando há uma nova notícia [*news*] ruim, O Mercado fica nervoso e testa o Banco Central.

Em um primeiro momento, há esse “exagero”, pois a aversão ao risco aumenta subitamente. Mas, em longo prazo, os neoliberais creem na autorregulação de O Mercado, ao avaliar os novos fundamentos com sua sobrenatural onisciência, o levar a um novo equilíbrio.

Os desenvolvimentistas discordam dessa opinião de o principal motivo para o real se depreciar mais, se comparado às outras moedas emergentes, ser a incerteza quanto à política fiscal doméstica. Há *fatores institucionais* como a grande abertura do mercado brasileiro aos investidores estrangeiros e o peso excessivo do mercado de câmbio futuro em relação ao mercado à vista. Acentuam os movimentos no valor da moeda nacional.

Essa tendência também faz parte de um movimento global das Finanças Internacionais, provocado pela expectativa de aumento dos juros pela política monetária do *Federal Reserve*. A melhor alternativa para conter a intensidade da desvalorização do câmbio, nesse caso, seria a imposição de um imposto sobre operações financeiras (IOF) nas posições compradas excessivas.

O principal determinante do câmbio seriam as Finanças Internacionais fora do controle interno. O sistema monetário internacional é hierárquico.

No Brasil, ao contrário de outros emergentes, *o mercado futuro de câmbio* tem mais liquidez e profundidade face ao *mercado à vista*, potencializando a possibilidade de especulação.

Tem um papel fundamental, nos movimentos do real, o fato de o mercado ser líquido e totalmente aberto para os estrangeiros. A “posição comprada” (aposta na queda do valor da moeda nacional) desses investidores, quando cresce muito, deprecia o real.

Para resolver esse problema, uma possibilidade seria impor um IOF sobre *posições compradas excessivas*, mesmo essa não sendo uma medida “*market friendly*”, ou seja, não do agrado para O Mercado. Ela penalizaria os especuladores e ainda teria impacto fiscal positivo, ao contrário dos *swaps* cambiais com oneração das contas públicas.

Em geral, mecanismos de gestão de fluxos de capitais e derivativos cambiais ampliam a eficácia da política cambial em “regime de flutuação suja” com intervenção da Autoridade Monetária no mercado de câmbio, ao contrário do suposto pelos modelos macroeconômicos convencionais em defesa do livre-mercado.

Se o câmbio ficar persistentemente em nível mais desvalorizado, os agentes vão repassar a inflação importada aos preços internos. A atuação da Autoridade Monetária e a tributação do governo podem interferir no ritmo inflacionário desse repasse.

O *dólar futuro* é um dos ativos – formas de manutenção de riqueza – do mercado financeiro. Esse contrato futuro de dólar comercial é um derivativo negociado no mercado futuro, quando compradores e vendedores se comprometem a negociar uma quantidade de dólares a um preço acordado no presente para liquidação em uma data determinada futura. *Quem compra*, acredita esse ativo se valorizar no futuro; *quem vende*, acredita esse ativo se desvalorizar no futuro.

Se, no dia do vencimento, o dólar futuro estiver a um preço acima do valor da negociação, o comprador se beneficia. Do contrário, o vendedor se beneficia.

Esse *derivativo* é operado somente por grandes *players* – e não por Pessoas Físicas. Pode ser utilizado tanto para especulação como para *hedge* (proteção).

Quando se negocia o *dólar futuro*, não está se comprando ou vendendo a moeda em espécie ou física. Como é uma negociação de um contrato futuro e a liquidação é financeira em reais, não há necessidade de ter dólares em conta para realizar essa operação na B3. O *dólar futuro* nada mais é senão um derivativo do dólar à vista, um contrato baseado no preço do *dólar à vista*.

Como não se negocia a moeda física, mas sim um contrato onde se fixa a expectativa presente do valor futuro do dólar, é possível tentar aproveitar tanto a alta como a queda desse ativo. No mercado futuro, é possível vender algo sem ter comprado antes. Se tem expectativa de a cotação do dólar cair, o “baixista” aposta em o entregar depois com o preço abaixo do presente ou atual.

O objetivo da *especulação* é obter lucro a partir de compra a preço baixo e venda por valor mais elevado ou, ao contrário, pela venda a preço alto e recompra a preço baixo. Esses *traders* assumem o risco ao apostar na direção do mercado.

Como há grande *alavancagem* no dólar futuro – é possível operar com um valor acima do próprio patrimônio – os ganhos são potencialmente muito grandes.

Uma empresa com dívidas em dólar busca proteção (*hedge*) para evitar a depreciação do câmbio aumentando essa dívida quando convertida para o real. Nesse caso, compra logo dólar futuro, travando o seu resultado operacional.

Assim, se o valor do dólar subir, o valor total das dívidas é maior, mas a empresa ganha no aumento de preço do dólar. Se, porventura, o dólar cair, a empresa perde na operação com dólar futuro, mas é compensada pela queda do valor total de suas dívidas.

O problema dessa especulação acontece quando provoca um choque cambial inflacionário. Aí, toda a Nação paga o infortúnio...

Capítulo 8. Política Financeira

Decisões práticas, sejam financeiras, sejam de política econômica, têm de ser *datadas e localizadas*. Tratam de um caso concreto, no mais baixo nível de abstração, embora o conhecimento de boas teorias econômicas seja pré-requisito para tomar melhores decisões.

Neste último capítulo, antes das Considerações Finais com teor mais metodológico, achei por bem recuperar posts recentes escritos por mim. Tinham o sentido de polemizar e formar opinião especializada, senão pública, em oposição à política econômica neoliberal então vigente no Brasil.

São também artigos-resenhas de livros estrangeiros lançados recentemente com o intuito de divulgar suas ideias relevantes ao debate nacional. Refiro-me aos livros de Charles Goodhart e Manoj Pradhan (2020) sobre os efeitos sociais, políticos e econômicos esperados da Grande Reversão Demográfica e de Clara Mattei (2022) sobre a política de austeridade fiscal imposta à força por tecnocratas empoderados em governos neofascistas.

Através da leitura do livro de autoria de Eric Monnet (2018) analiso *a política de crédito*, adotada na fase de Estado desenvolvimentista. Depois, na Era Neoliberal, muitos Estados nacionais abandonaram essa política de crédito, onde o Banco Central tinha papel-chave na coordenação com os demais instrumentos de política financeira.

Uso as contribuições analíticas de Ray Dalio (2018) para fazer distinções entre boa e má política econômica, durante as fases do ciclo de endividamento. Ele apresenta didaticamente a dinâmica criadora de *ciclos de dívidas em longo prazo*, existente pelo menos desde quando surgiu crédito bancário no século XV.

Sobre a histórica polêmica entre regras ou arbítrio nas decisões de política econômica, revivida recentemente no debate público brasileiro, confronto as ideias convencionais de John Taylor (padrinho da *Regra de Taylor*) e as ideias críticas de Luiz Gonzaga Belluzzo e

André Lara Resende. Todas foram publicadas no jornalismo econômico em março de 2023.

Por fim, no último tópico deste capítulo, revisito as ideias fiscalistas ortodoxas, expressas em *Relatório de Acompanhamento Fiscal*, publicado em janeiro de 2018 pela IFI (Instituição Fiscal Independente). Ofereço ao leitor a alternativa “heterodoxa”, na verdade, keynesiana, em defesa de um novo papel para a política fiscal e uma reavaliação dos reais impactos do endividamento público.

Ciclos e Tendência

Ciclos se constituem por uma série de fenômenos de caráter periódico. Partem de um ponto inicial e terminam com a recorrência deste. Durante cada “espaço de tempo” (sic) se completa, com regularidade variável, uma sequência de fenômenos ou efeitos.

Uma *tendência* leva um complexo sistema econômico-financeiro a seguir uma determinada trajetória de alta ou baixa em longo prazo. Como é resultante de múltiplas decisões individuais, empresariais e/ou governamentais, muitos duvidam dessas ações discricionárias ou arbitrárias, de maneira combinada, se deduzir uma predisposição, propensão ou disposição social para o crescimento ou a estagnação da renda.

Há inclinação ou vocação para uma economia nacional, inserida em uma global, ficar em *estagnação secular*? Seria uma situação de baixo crescimento econômico por muito tempo, onde os episódios de pleno emprego seriam muito difíceis de serem alcançados.

A *estagnação secular*, então, implica uma recessão econômica se tornar “um novo normal”, com baixas taxas de expansão do PIB (renda) e outros sintomas como uma persistente taxa de desemprego elevada mesmo com baixa taxa de juros. Seria decorrente da *baixa demanda efetiva* (gastos privados em consumo e investimentos), sendo a deflação (tendência de queda dos preços ao longo do tempo) uma de suas principais consequências e, por isso, as empresas vendedoras de mercadorias receberem retornos menores.

Séries temporais são observações coletadas ao longo do tempo. Seus componentes são tendência, sazonalidade e um comportamento cíclico.

Uma *tendência* é identificada quando há aumento ou queda em longo prazo nos dados registrados. Em novos estágios de ciclos, pode ocorrer uma mudança de tendência nos dados, como sair de uma decrescente para uma crescente.

Dentro de um ano, existe *sazonalidade* quando a série é influenciada por fatores sazonais trimestrais, mensais, semanais ou diários. A sazonalidade se apresenta em períodos reconhecidos ou esperados. Em comparações anuais, esses fatores se anulam.

Padrões cíclicos existem quando os dados apresentam elevações e quedas sem regularidade temporal. Eles se diferenciam da *sazonalidade* por não apresentarem um período conhecido de flutuações, enquanto as sazonais acontecem com certa regularidade por um período possível de se identificar. A duração das flutuações cíclicas se caracteriza por anos, ou seja, é superior à das sazonais mensais.

Antes de identificar qual é o *ciclo* e a *tendência* vivenciados atualmente, vale conhecer um pouco de teoria econômica para facilitar o entendimento. No caso, um economista polonês, Michal Kalecki (1889-1970), sintetizou muito bem os determinantes das decisões de investimento multiplicador de renda e empregos.

O primeiro seria a *acumulação interna de capital* das firmas, considerando a "poupança bruta" (reservas para depreciação e/ou reposição e expansão com lucros retidos para autofinanciamento) como recursos próprios para se complementar com recursos de terceiros ou "dinheiro vindo de fora". A *alavancagem financeira* é superior à dos concorrentes quando a sociedade é aberta à subscrição de ações por associados em seus empreendimentos.

O segundo seriam, justamente, os *lucros esperados de acordo com o ritmo de vendas*, considerados em relação ao valor do novo capital, inclusive em equipamentos, ou seja, o patrimônio líquido. A *ociosidade da capacidade produtiva* seria o terceiro determinante, mas afetaria de modo adverso as decisões de investimento: com baixa utilização dessa capacidade não teria sentido a ampliar!

Os juros em longo prazo não apresentam flutuações cíclicas nítidas comparáveis aos dos investimentos produtivos, logo, não são determinantes em primeira instância destes. O quarto determinante são *os fatores de desenvolvimento em longo prazo* como as *inovações*, por exemplo, ajustes do equipamento de uma firma ao estado atual da tecnologia. Entre eles, encontram-se também os *fatores demográficos*.

Essas *tendências em longo prazo*, na atual circunstância, dominam as condições fundamentais subjacentes às economias. No caso das demográficas, elas não são conjunturais nem nacionais, mas sim globais e duradouras.

A globalização e os choques demográficos levaram a uma tendência deflacionária nos últimos 30 anos. Mas *o futuro não será como o passado*, pois espera-se uma grande reversão das tendências passadas.

Essa combinação de fatores produziu o maior *choque de oferta de trabalho* de toda a história. Segundo Charles Goodhart e Manoj Pradhan, no livro *A Grande Reversão Demográfica: Sociedades Envelhecidas, Desigualdade em Declínio e um Renascimento da Inflação*, lançado em 2020, houve:

1. a integração da indústria da China à economia de mercado global;
2. a reincorporação do Leste Europeu no comércio mundial depois do fim da URSS (1991);
3. a globalização com abertura externa de economias antes protecionistas;
4. a entrada da maior geração dos *babies boomers* (nascido antes da pílula anticoncepcional) na força de trabalho;
5. a melhora da taxa de dependência (maior número de trabalhadores ativos por dependentes);
6. o ingresso das mulheres no mercado de trabalho.

Essas tendências demográficas estão já se revertendo, inclusive com *o fim do bônus demográfico* no Brasil. Há queda nas taxas de

natalidade e declínio absoluto da força de trabalho nas “sociedades envelhecidas”. A maior longevidade e a menor taxa de mortalidade provocam o aumento no número de aposentados acima de 65 anos.

A demência de 1/3 dos idosos acima de 85 anos exige um grande uso de recursos para saúde e cuidadores. Cuidar de dependentes, sejam filhos ou pais idosos, exige (muito) tempo e dinheiro.

Apenas na faixa de idade pré-casamento e ainda sem dependentes (filhos e pais) sobrarão renda para poupar. Em consequência dessa demanda social, haverá aumento da carga previdenciária e fiscal, para financiar a saúde pública.

Diante desse quadro futuro, caberá à política econômica de curto prazo ser a “salvadora da pátria”? A efetividade da *política monetária* é reconhecidamente limitada, dada a existência de *fricções financeiras* – no sentido de baixa das taxas básicas ter pouco efeito sobre o nível de empréstimos bancários quando não há demanda por crédito para novos empreendimentos.

A opção seria fazer uso da *política fiscal* para a busca do pleno emprego? Na atualidade, não sobra pouca arrecadação fiscal para cobrir qualquer investimento público além das demandas previdenciárias e de saúde pública?

Nesse caso, há somente três saídas possíveis:

- primeira, *aumento da carga tributária progressiva* com fim dos subsídios nos créditos, das desonerações fiscais e da isenção sobre lucros e dividendos;
- segunda, *aumento do endividamento público* além do mitológico número cabalístico de 90% do PIB;
- terceira, *emissão monetária* para cobrir gastos públicos como está na proposta da MMT (Teoria Moderna da Moeda).

Esta última tem de ser circunstanciada ao ambiente financeiro de uma economia sob o Império do Dólar. Para o Brasil não se “argentinizar” com a fuga de capital para o exterior, é oferecida aos investidores em títulos de dívida pública com *risco soberano* uma disparatada taxa de juro local em relação à internacional.

Há dúvida sobre o *risco cambial* em trocar o imaginário *risco fiscal* com o endividamento público por emissão de moeda sem juros.

Novamente, uma pitada de boa teoria econômica ajuda o entendimento da saída para o impasse. Joseph Schumpeter (1883-1950) afirma só *empreendedores* serem capazes de mobilizar capital, avaliar projetos, administrar riscos, monitorar os administradores, fazer bons negócios, redirecionar os recursos de velhos para novos canais.

Fazem *inovação disruptiva*, ou seja, uma destruição criativa com invenção de uma possibilidade tecnológica ainda não tentada, criação de novos produtos ou descobertas de novas fontes de matérias primas. Existem eles no Brasil, inserido em uma economia globalizada com exigência de elevada escala de produção para eles serem competitivos?

Um *crédito farto e barato* é também uma pré-condição em um ambiente de negócios com direitos de propriedade, livre-comércio e câmbio estável garantidos para a alavancagem financeira dos eventuais empreendedores. Não se sairá do impasse da longa estagflação brasileira, como é pregado pelo neoliberalismo, com a *desincrustação do mercado*, isto é, a sociedade subordinar-se à sua autorregulação econômica.

A economia não pode ser autônoma em relação à sociedade. Em vez de desincrustação do mercado, tem de se subordinar às instituições de um sistema complexo maior, destacadamente o Estado de Direito com a alternância de poder via eleitoral.

Economista Antifascista contra Economistas TecnoCratas

Clara E. Mattei lançou o livro "*A Ordem do Capital: como os economistas inventaram a austeridade e abriram caminho para o fascismo*" (The University of Chicago Press, 2022), cuja leitura é muito oportuna para o debate público brasileiro.

Desde a Economia de Guerra inglesa, emergiram os *economistas tecnocratas*. Após a I Guerra Mundial, com a instauração do fascismo na Itália, emergiu o hábito de os governos, ao enfrentarem déficits fiscais e fazerem cortes de gastos.

Cortam antes de tudo os serviços prestados a seus cidadãos. Por qual razão isso aconteceu?

O *Efeito Austeridade* corresponde ao sofrimento social provocado quando Estados cortam benefícios públicos em nome da sua solvência (capacidade de cumprir os compromissos) para o resgate de títulos de dívida pública em longo prazo.

As *políticas de austeridade* enfatizam os traços mais comuns da política econômica contemporânea:

1. cortes orçamentários especialmente em gastos com bem-estar social, como educação pública, saúde, habitação e seguro-desemprego,
2. tributação regressiva com impedimento de elevação de uma carga tributária progressiva,
3. crise deflacionária sob forma de estagflação,
4. privatização pró Estado Mínimo,
5. repressão salarial até a “flexibilização” neoliberal do mercado de trabalho via corte de direitos trabalhistas.

Esse conjunto de políticas públicas concede total primazia ao mercado de títulos de dívida pública e, em consequência, concentra a riqueza financeira em seus possuidores – e em todos os investidores em pós-fixados – via elevação dos juros compostos. Pior, é apresentado, reiteradamente, como capaz de “guiar a Nação para dias melhores”.

Essas políticas são repetidas por governos neofascistas, aliados aos ultraliberais, ao somar ataques aos sindicatos contra os direitos de negociação coletiva dos trabalhadores. Não permitem a reposição inflacionária e o ganho real no salário-mínimo, indispensável aos pobres.

Adotam ou mantêm *políticas fiscais regressivas*, capazes de imporem uma divisão desigual na cobertura fiscal das despesas públicas. Uma parcela maior da receita tributária proveniente dos impostos regressivos sobre o consumo, pagos por toda a sociedade em suas compras, é combinada com isenções de impostos

progressivos sobre lucros e dividendos, recebidos pelas faixas de renda mais altas.

No Brasil, ocorreu essa queda da carga tributária sobre as Pessoas Físicas mais ricas, a partir de dezembro de 1995, no primeiro mandato do governo neoliberal de Fernando Henrique Cardoso.

No entanto, Mattei (2022) mostra *a austeridade* não ser nova, nem ser produto da chamada Era Neoliberal, iniciada no fim dos anos 1970 de *estagflação*. Fora, talvez, as três décadas de expansão socialdemocrata, seguintes ao fim da Segunda Guerra Mundial, *a austeridade tem sido um dos pilares do capitalismo desigualitário*.

O costumeiro discurso de ex-tecnocratas ou altos funcionários, detentores no passado do poder de comando estatal, aparentemente, busca apenas soluções técnicas ou racionais para os problemas, sem levar em conta os aspectos humanos e sociais. Chegam a anunciar uma falsa ameaça: “o crédito público está evaporando”.

O termo “tecnocracia” era usado, originalmente, para designar *a aplicação do método científico na resolução de problemas sociais*, em contraste com a tradicional *abordagem política*. No entanto, passou a ser usado, popularmente, para indicar qualquer tipo de administração feito por especialistas, detentores do *poder da técnica*.

A etimologia de *tecnocrata* mostra derivação das palavras gregas *tekhne*, com significado de técnica, destreza, habilidade ou aptidão, mais *kratos*, designadora de governo. Designou um grupo de economistas sob a cobertura do governo fascista de Benito Mussolini, “O Duce”, após 1922, orientador de políticas de austeridade na Itália.

Esses economistas italianos tiveram poderes excepcionais para *aplicar a austeridade fiscal*. Aproveitaram essa oportunidade de *coerção* para explorar os alcances da considerada “Economia Pura”, apresentada como lei natural e alinhada à austeridade.

Eles desfrutavam com o autoritarismo fascista de uma vantagem sem precedentes na governança. Podiam implementar modelos econômicos diretamente, desde a abstração até as decisões práticas, sem o ônus de procedimentos democráticos na mediação dos conflitos de interesses políticos e sociais. Graças ao Mussolini, contavam com a ajuda da *opressão política*.

Para persistir, até hoje, a austeridade requer especialistas sempre dispostos a falar sobre suas abstratas virtudes. Essa propaganda enganosa permanece através de um elenco midiático de figuras tecnocráticas.

Os economistas, imersos no fascismo e/ou na economia de guerra, inclusive cultural, assumem papéis sem precedentes na formulação e implementação de políticas econômicas. Orientam a opinião especializada para convencer a opinião pública aceitar as reformas favoráveis ao livre-funcionamento de O Mercado pseudo sobrenatural – onipresente, onipotente, mas não onisciente.

Esses economistas apoiaram-se, teoricamente, nos princípios da “Economia Pura”. Era, então, um paradigma emergente, mas foi tornado fundamental para a Economia ainda dominante em corações e mentes dos tecnocratas de hoje, dentro da tradição *neoclássica* do *mainstream*.

O paradigma da “Economia Pura” é apenas o primeiro passo no método de análise econômica politicamente “neutra” em relação aos comportamentos individuais e à desigualdade social. Ao dissociar o processo econômico dos conflitos de interesses políticos – isto é, ao apresentar a teoria econômica como racionalidade abstrata e conceituar os mercados como livres das relações sociais de dominação – a Economia Pura iludiu a opinião pública em busca de consentimento nos sistemas capitalistas. Permitiu suas relações de dominação se mascararem como *racionalidade econômica*.

Sob o ponto de vista marxista de Clara Mattei, a força da tecnocracia reside nesse poder de enquadrar os objetivos mais fundamentais da austeridade: restabelecer as relações capitalistas de produção e subjugar a classe trabalhadora para aceitar a inviolabilidade da propriedade privada e das relações salariais. Significa um retorno ao *estado natural da economia*, no caso, à atividade de produção e venda de mercadorias.

A teoria “apolítica” desses economistas está centrada em uma caricatura idealizada de um ser econômico: *o poupador racional*. Cria a ilusão de qualquer um poder ser, independentemente de suas condições e dotes materiais, caso trabalhe bastante.

Com esse (falso) discurso, desacredita e desvaloriza os trabalhadores sem sobras de renda. Eles deixam de ser entendidos como membros produtivos da sociedade para serem vistos como *sujeitos passivos*, dada sua incapacidade de praticar o comportamento econômico virtuoso como a parcimônia. Como as pessoas podem economizar dinheiro sem o terem recebido de maneira excedente?!

Economistas midiáticos são contra qualquer partido de origem trabalhista porque, por suas lentes neoliberais/neofascistas, a classe produtiva na sociedade não é a classe trabalhadora, mas sim a classe capitalista. Respeitam só as pessoas capazes de poupar e investir, assim contribuindo para a acumulação privada de capital e o carregamento da dívida pública.

O livro de Clara Mattei mergulha no paradoxo de uma doutrina apresentada como *apolítica*, mas com o propósito central da “domação (e/ou dominação) dos homens”. Sob a aparência de *despolitização*, os economistas tecnocratas realizam a maior ação política de todas: curvar as classes trabalhadoras às vontades e necessidades das classes proprietárias de capital para o enriquecimento dessa pequena minoria.

A austeridade se mostra eficaz em proteger as hierarquias capitalistas de danos, durante momentos de pretendida mudança social por parte do eleitorado. Ela entra em cena como protetora do capitalismo, é anunciada como um meio de “consertar” a economia, aumentando sua “eficiência” ao propor reajustes salariais com perdas em curto prazo para supostos ganhos em longo prazo.

As limitações austeras, impostas aos gastos públicos, aos salários dos servidores e ao salário-mínimo dos aposentados, pressupostamente, garantiriam, para “quem trabalhar muito e economizar muito”, o único caminho para a sobrevivência.

O despertar coletivo anticapitalista é acentuado pelas extraordinárias medidas governamentais, tomadas durante a Economia de Guerra (e a recente pandemia), inclusive interrompendo temporariamente a acumulação privada de capital. Para enfrentar o esforço de produção bélica (e vacinação), os governos de todas as nações foram forçados a intervir naquilo, até então, visto como domínio imaculado do livre-mercado.

O *intervencionismo estatal* não apenas superou a guerra e a pandemia. Também deixou claro as relações salariais e a privatização da produção – longe de serem “naturais” – serem escolhas políticas de uma sociedade com uma hegemonia classista capitalista.

Encorajados pelos precedentes econômicos e o esforço de mobilização, os trabalhadores mais pobres votam a favor do governo assumir sua *responsabilidade social*. No entanto, a pregação diuturna da *responsabilidade fiscal* visa preservar o mundo como os economistas tecnocratas pensam existir: *sem questionamento do capitalismo*.

Os economistas neofascistas sofrem uma sensação de terror em torno da *ameaça de colapso da ordem do capital*. Contra isso, defendem uma *solução austera*, para a crise capitalista, quando os países teriam de marginalizar até as propostas políticas recém-eleitas.

Essa austeridade defendida a ferro e fogo poderia fazer, indiretamente, o equivalente à violência física das milícias fascistas contra os trabalhadores: *defender a ordem capitalista*.

O Estado nacional não é apresentado como a conciliação do conflito entre classes, mas como o instrumento de tecnocratas iluminados. Para eles, os pilares do capitalismo deveriam ser salvaguardados acima de tudo com todos os cidadãos aceitando o *governo dos especialistas*. Estes direitistas continuam praticantes do *antigo fascismo austero*.

Controle do Crédito: Banco Central e a Economia Planificada

É necessário analisar a *política de crédito*, cuja responsabilidade na fase de Estado desenvolvimentista ficou dividida entre o Banco Central e os bancos públicos. Depois, na Era Neoliberal, baseado em possível distonia e/ou conflito entre metas de crescimento e metas de inflação, *muitos Estados nacionais abandonaram a política de crédito*.

O projeto do livro de autoria de Eric Monnet, *Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France 1948-1973*, publicado em 2018, nasceu há quase uma década, vários meses antes da maior crise financeira e econômica ocorrida desde a

década de 1930. Foi um contexto caracterizado por um otimismo confiante nos mercados financeiros devido ao *papel estabilizador dos Bancos Centrais*.

Muitas publicações no campo da Economia e da História Econômica comemoraram o retorno a um nível de abertura externa e desenvolvimento financeiro comparável ao do período anterior à Primeira Guerra Mundial. Elas se concentraram na estabilidade de preços, pressuposta por meio de um livre-mercado sem nenhuma outra forma de intervenção econômica, exceto anúncios direcionados e modificações graduais nas taxas básicas de juros. Não observaram os fatores demográficos influentes em uma época estruturalmente deflacionária.

Cada Banco Central independente, como um condutor discreto e habilidoso, poderia se afastar dos debates sobre a política econômica com a coordenação de seus diversos instrumentos em favor de um crescimento sustentado em longo prazo e apenas se concentrar no alcance das metas de inflação. De resto, deixaria para O Mercado determinar o nível ótimo e a alocação de crédito e risco na economia.

Tendo encontrado esses relatos durante seu estudo de história econômica, Monnet decidiu considerar, do ponto de vista dos historiadores, o período antecedente ao surgimento de tais políticas neoliberais – e ofereceu um *contra-modelo* a elas. O pouco trabalho histórico sobre os Bancos Centrais das décadas de 1950 a 1970 em comparação com o século XIX e o período entre-guerras justificou uma abordagem limitada a um único país e a um período relativamente breve: França de 1948 a 1973.

Sua intenção não era reabilitar as virtudes políticas do passado, mas considerá-lo, sem o analisar de maneira anacrônica com os quadros econômicos e políticos hegemônicos na atualidade. Eles só se tornaram dominantes em um período posterior ao desenvolvimentismo.

Monnet buscou entender o pós-guerra de uma maneira livre das suposições conservadoras atualmente predominantes. Elas, de maneira gradual, começaram a surgir na década de 1980 com vitórias presidenciais de neoliberais com promessa de abundância e

liberdade econômica para todos com as liberalizações e desregulamentações.

Desde o início, Monnet abraçou a convicção bem estabelecida de que a tarefa da História Econômica seria dispensar os discursos teleológicos e monolíticos sobre os caminhos certos para o desenvolvimento econômico. Essa meta requeria empirismo radical e uso extensivo de uma variedade de fontes, como bem como o pluralismo metodológico.

Se esse contexto econômico e político inicial forneceu motivação crucial para seu livro, sua pesquisa também foi profundamente afetada pela maneira como esse contexto evoluiu rapidamente. A crise financeira não só alterou o discurso público e político, embora talvez em menor grau do esperado por muitos críticos, com base na experiência histórica, mas também os discursos dos economistas divididos entre o neoliberalismo e o social-desenvolvimentismo.

Depois de mais de uma década de literatura florescente sobre *as consequências positivas da expansão do crédito para o crescimento e o peso prejudicial das restrições de crédito*, começaram a aparecer análises (muitas vezes usando os mesmos métodos e dados dos estudos anteriores) sobre as consequências potencialmente negativas do crédito para a economia (atividade econômica com minúscula) e a importância de saber frear sua expansão.

O crescimento das chamadas economias “emergentes”, ao não acompanharem a liberalização financeira e a retirada do Estado segundo a doutrina neoliberal, predominante na Europa e nos Estados Unidos, também modificou os discursos anteriores sobre os caminhos para o desenvolvimento financeiro e crescimento. *A ideia de ser possível haver variedades de capitalismo ressurgiu.*

A ruptura foi ainda mais acentuada quanto aos Bancos Centrais. Cada um voltou ao centro do jogo político e financeiro.

A dimensão da sua intervenção na economia aumentou e as suas políticas foram discutidas não só do ponto de vista dos seus *efeitos macroeconômicos*, mas também do ponto de vista dos seus *efeitos distributivos* na economia, além do seu impacto nas políticas

orçamentárias e na desigualdade social. Os Bancos Centrais receberam novos poderes legais para intervir no setor bancário e financeiro.

As formas como eles intervieram na economia mudaram tão abruptamente a ponto de gerarem novas palavras como “não convencional”, “macroprudencial”, “quantitativo” etc. Foram inventadas para descrever políticas e ferramentas econômicas, considerando sua pesquisa histórica, semelhantes fortemente àquelas prevalecentes na grande maioria dos países nas décadas anteriores à década de 1980. Foram objeto dos estudos históricos realizados.

No discurso dos Bancos Centrais, bem como dos economistas críticos, passou a ser aceito as taxas de juros não poderem ser o único instrumento monetário e o “controle de o crédito” ser necessário para a estabilidade financeira e um objetivo legítimo deles. O estudado e descrito por Monnet como uma prática histórica – e uma heresia para os ortodoxos contemporâneos – havia, de certo modo, voltado ao centro do palco.

Essa mudança abrupta e inesperada lhe obrigou a enfrentar novas questões em seu trabalho de história econômica e tornou necessário, em particular, explicar a diferença entre as políticas de crédito dos anos 1950 e 1960 e as dos anos 2010. Assim como, em vários anos antes, a Monnet parecia imprudente usar a história para justificar o advento teleológico de uma forma de Banco Central *fin de siècle*, também lhe parecia igualmente discutível ver a nova política como um retorno às práticas mais antigas.

As concepções atuais de crédito, a propósito de controlá-lo e o papel do Estado na economia na França e na Europa têm pouco em comum com o pós-Segunda Guerra Mundial. O apego a semelhanças técnicas apaga as apostas históricas e ideológicas de projetos e escolhas políticas radicalmente diferentes.

O período seguinte à crise de 2008 deixou de ser simplesmente uma crise existencial para os Bancos Centrais e uma reconsideração dos modelos econômicos convencionais. Também deu origem a um interesse renovado pela história econômica e, particularmente, pela história do crédito e de várias formas de capital.

Alguns economistas até falaram de *um ressurgimento do conceito de capitalismo* na história econômica. Essa reapropriação da história do crédito pelos historiadores também norteou o pensamento deste livro de Monnet, embora tenha surgido em outro contexto e utilizado métodos diferentes.

Assim, encontrar-se-á em suas páginas a ideia de *o desenvolvimento das formas de crédito em uma economia* – e a sua eventual regulamentação – estar profundamente enraizado em estruturas sociais e em um determinado quadro ideológico e jurídico.

Esse renascimento historiográfico a estudar a história do capitalismo financeiro e a ideologia subjacente à expansão do crédito no âmbito do mercado privado, particularmente nos Estados Unidos, não fica restrito ao passado. Este livro de Monnet apresenta o desenvolvimento, seguido pelo desaparecimento, de uma concepção de expansão e controle do crédito em um quadro caracterizado pela *onipresença da intervenção estatal no sistema financeiro*.

As políticas estudadas partem do princípio de *os mecanismos de mercado serem incapazes de promover o crescimento do crédito suficiente*, para financiar o investimento e de controlar o crescimento do crédito, de modo a evitar inflação excessivamente alta e crises bancárias. O Estado, concebido como o arcabouço de coordenação dos diversos interesses e setores econômicos, passa a ser, assim, *o responsável pelo controle do crédito*.

Na França, na fase de reconstrução desenvolvimentista do pós-guerra, como em muitos outros países atrasados – os Estados Unidos e o Reino Unido foram, em parte, uma exceção por suas hegemonias globais –, *o coração do sistema de controle do crédito e do investimento era o Banco Central*. Embora não ignorasse a existência de mercados privados ou se limitasse a políticas específicas, o Estado interveio em todas as frentes, em diferentes níveis, apagando assim a fronteira entre crédito público e privado.

Embora continuando a se situar em um quadro econômico capitalista, as políticas monetárias, industriais e financeiras francesas do pós-guerra, bem como dos países com atraso histórico em relação às economias avançadas da América do Norte e da Europa, repousavam sobre uma base institucional conhecida, na época, como

“a nacionalização do crédito”. Dinheiro e crédito eram vistos como dois lados do mesmo processo econômico desenvolvimentista.

A política monetária e a política de crédito foram misturadas em favor do desenvolvimento. Além disso, na maioria das vezes, os banqueiros centrais usavam os dois termos como sinônimos.

Embora novas questões tenham surgido durante a escrita deste livro por Monnet, seu objetivo final permaneceu o mesmo do inicial:

1. compreender, por um lado, *a especificidade política e econômica do pós-guerra* e, em particular, seus fatores determinantes;
2. estudar, por outro lado, *como os efeitos das políticas dos Bancos Centrais dependem da natureza das suas interações (políticas e econômicas) com o sistema bancário e/ou o sistema financeiro.*

A atenção dedicada às ideias científicas aplicadas, bem como aos processos de tomada de decisão e à forma como evoluíram, não se isola da análise dos mecanismos e efeitos econômicos. Muitas vezes há uma tendência, quando se fala em *dinheiro e crédito*, em vê-los de *modo quase virtual*, como uma série de jogos jogados com palavras e símbolos. Seria uma esfera de especulação e laços imateriais de confiança, *desconectada de seu oposto, a esfera produtiva, dita real.*

A maioria dos modelos econômicos, principalmente na atualidade de neoliberalismo ingênuo, prefere, conseqüentemente, *acabar com o dinheiro!* Ainda é muitas vezes visto como mero *véu...*

Só muito recentemente a Sociologia e a Antropologia consideraram plenamente a materialidade do dinheiro como fenômeno histórico-social e as práticas associadas às relações de crédito. Assim, pode-se sempre ficar impressionado com o muitas vezes aparecido como uma forma de *dualismo*, como se a *esfera da realidade* e a *esfera monetária* coexistissem, independentemente, e suas interações permanecessem fora de nosso alcance intelectual.

Lembrando o dito pelo filósofo Daniel Dennett sobre o *dualismo mente-corpo cartesiano*, o dinheiro está repleto de símbolos, o crédito é sempre apenas uma promessa. Comentou: “qualquer coisa

possível de mover uma coisa física é, em si, uma coisa física (embora talvez seja um tipo de coisa física estranha – e até não estudada)” (*Consciousness Explained*; 1991: 35).

Política Monetária de Crédito e Juros

A máxima atribuída à Lei de Say – “a oferta cria a sua própria demanda” – pressupõe as mercadorias produzidas serem sempre vendidas, pois a produção geraria a renda em magnitude correspondente às compras no mercado. Daí os economistas pré-keynesianos, por exemplo, adeptos da doutrina ultraliberal da Escola Austríaca, afirmam, caso a renda não seja toda gasta de imediato, a poupança decorrente seria canalizada para o investimento através de intermediários financeiros neutros.

Neste mundo imaginário, regulado por essa também chamada Lei dos Mercados, não haveria possibilidade de *crises de superprodução*, pois a renda não gasta em consumo seria gasta em investimento – e a demanda agregada permaneceria equilibrada com a oferta agregada de bens e serviços. Caso houvesse um desequilíbrio, provocado por um excesso de crédito, além da poupança existente, haveria inflação.

Para essa economia de mercado funcionar em *modo idílico*, a moeda seria apenas um “óleo lubrificador” do mecanismo das trocas, facilitando-as em lugar do escambo ou trocas diretas. O crédito não seria utilizado para ampliar a rentabilidade patrimonial através de endividamento ou elevação da participação de recursos de terceiros na estrutura do capital da empresa.

No mundo real, no caso do mercado de crédito, a Lei de Say é invertida. A depender da avaliação de risco e garantia oferecido pelo cliente, *a demanda cria a oferta de crédito!*

A Economia convencional, ao não incorporar aos seus modelos abstratos esse fenômeno básico do capitalismo – *alavancagem financeira* –, não contempla seu comportamento pró-cíclico de criador e destruidor de moeda de crédito. Ao contrário dela, Ray Dalio, no livro *Big Debt Crises: A Template for Understanding* (2018), apresenta didaticamente a dinâmica criadora de *ciclos de dívidas em*

longo prazo, existente pelo menos desde quando surgiu crédito bancário no início do século XV.

Tipicamente, as *crises de endividamento* ocorrem porque os custos do serviço da dívida aumentam mais rapidamente se comparados ao ritmo de crescimento dos rendimentos necessários para os cobrir. Isto provoca uma busca de *desalavancagem financeira*.

O Banco Central pode aliviar as *crises recessivas da dívida* ao baixar as taxas de juros nominais. Quando isso não é mais possível, elas se transformam em *crises depressivas da dívida*. O *grau de endividamento* indica o *grau de fragilidade financeira*, nas diversas fases do ciclo da dívida, isto é, a prudência no uso do financiamento – e refinanciamento.

Classicamente, muitos *ciclos de dívida em curto prazo*, isto é, *ciclos de negócios*, resultam em um *ciclo de dívida em longo prazo*, porque a cada alta cíclica, seguida de baixa cíclica em curto prazo, ela aumenta a *relação dívida / renda*, quando comparada à anterior. Chega o momento, devido à dificuldade em amortizá-la, quando as reduções das taxas de juros não conseguem mais impulsionar a expansão ou mesmo a rolagem da dívida através de seguidos refinanciamentos.

Ao desenvolver o modelo de *Ciclo Arquetípico em Longo Prazo com Grande Dívida*, Dalio (2018) o divide em:

1. um período até a depressão,
2. a depressão em si mesma e
3. um período de desalavancagem financeira.

Costumeiramente, esta acompanha a depressão.

Como existem dois grandes tipos de Grandes Crises de Dívida – as *deflacionárias* e as *inflacionárias* –, ele as examina separadamente. Cada qual depende bastante de se o país tem muita dívida em moeda estrangeira ou não.

Os *ciclos da dívida de longo prazo* parecem semelhantes, em muitos aspectos, aos *ciclos da dívida de curto prazo*, exceto por

serem mais extremos. Os encargos da dívida são elevados e as políticas monetárias se tornam menos eficazes para resolvê-los.

Os *ciclos de dívida de curto prazo* produzem solavancos sob forma de pequenos *booms* e *recessões*. Em contraste, os *ciclos da dívida de longo prazo* produzem grandes *expansões* e profundos *colapsos*.

Recessão é menor crescimento do PIB em dois trimestres consecutivos. *Depressão* está relacionada com queda de valor nominal do PIB, níveis de emprego e rendimento real.

No *ciclo de dívida de curto prazo*, os gastos são limitados apenas pela disposição dos credores fornecer e devedores receber crédito. Quando este está facilmente disponível, há uma expansão econômica. Quando o crédito não está facilmente disponível, há uma *recessão*.

A disponibilidade de crédito é controlada, indiretamente, pelo Banco Central. Através da fixação da taxa de juro básica de referência, é mais capaz de aumentar as despesas financeiras, para não cobrir o lucro operacional antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA ou *EBITDA*), ou praticar a chamada Macroeconomia Prudencial. Esta se refere ao grau de exigência regulatória de capitalização dos bancos para evitar suas alavancagens financeiras.

Mas a *política monetária é assimétrica*. Ela é uma arma poderosa para provocar recessão e, supostamente, controlar a demanda agregada no combate à inflação. Porém, é ineficaz para tirar a economia de uma recessão ao baixar as taxas para estimular o ciclo de novo.

A variação da taxa básica dos juros tem poucos efeitos sobre o nível de empréstimos bancários porque no mercado de crédito acontece o inverso da Lei de Say: *a oferta de dinheiro farto e barato não cria sua própria demanda caso as empresas não-financeiras não tenham projeto de investimento!* Por isso, muitos pós-keynesianos acham a única opção ser o uso da *política fiscal* para a busca do pleno emprego.

Ao longo do tempo, com regularidade variável, cada fase de baixa e de alta do ciclo termina com maior atividade econômico-financeira em relação às fases do ciclo anterior. Daí as dívidas se avolumam ao longo de uma tendência de crescimento em longo prazo.

Por qual razão? Porque os agentes econômicos têm uma inclinação para pedir emprestado e gastar mais em vez de pagar a dívida. *Ganância* é um sentimento humano caracterizado pela vontade exagerada de possuir mais riqueza material, ou seja, mais dinheiro.

Como resultado, durante longos períodos, as dívidas com juros compostos (exigidos pelos investidores e ofertantes de *funding*) aumentam mais rapidamente em proporção ao crescimento das rendas. Isso cria *a crise da dívida em longo prazo*.

Os credores estendem o crédito livremente, mesmo quando os devedores ficam mais endividados, porque o processo é auto reforçado no lado ascendente – o aumento da escala com empréstimos, inicialmente, gera rendimentos crescentes acima aumento do patrimônio líquido. Esse indicador é então favorável para mutuários tomar emprestado, permite mais capital de giro etc. Credores e devedores dispõem-se a assumir mais riscos.

Inovações financeiras se desenvolvem fora da supervisão bancária das autoridades reguladoras. Novas instituições e novos instrumentos financeiros assumem uma posição competitiva, para oferecer retornos mais elevados aos investidores, assumir mais alavancagem e fazer empréstimos mesmo com maior risco de crédito.

Com o crédito abundante, os tomadores geralmente gastam mais além do sustentável, dando a falsa impressão de serem prósperos. Por sua vez, os credores, aproveitando dos bons momentos, são mais complacentes em vez de focarem a segurança.

Mas as dívidas não podem continuar sempre a subir no ritmo mais rápido se o dinheiro em reserva e o fluxo da renda, necessários para atendê-las, não crescem de maneira proporcional. Logo, elas se deparam com problema de os limites serem atingidos.

Então, o processo funciona em sentido inverso:

1. os preços dos ativos caem;
2. os devedores enfrentam problemas para pagar suas dívidas;
3. os investidores passam a ter maior aversão ao risco, levando-os a mudar o portfólio;
4. os bancos não renovam seus empréstimos.

Isso, por sua vez, leva a problemas de liquidez insuficiente para manter os gastos. Como os gastos de uns são a renda de outros, esta renda começa a cair, tornando os devedores ainda menos capazes de obterem refinanciamentos.

Os preços dos ativos, inclusive os cotados em bolsa de valores caem, baixando o valor do capital, requisitado para fazer a alavancagem financeira. Dispara a corrida para pagamentos da dívida encarecida por aumento dos encargos, fazendo com os gastos caiam ainda mais.

As tensões sociais aumentam junto com o desemprego provocado pela falta de dinheiro. A contração entra em círculo vicioso, é auto reforçada e não é facilmente corrigida.

Ao contrário das *recessões*, quando as políticas monetárias podem ser facilitadas pela redução das taxas de juros e pelo aumento da liquidez, por sua vez, aumentando as capacidades e incentivos para emprestar, nas *depressões* as taxas de juros não podem ser reduzidas. Eles já estão em (ou perto de) zero.

A efetividade da *política monetária* se torna reconhecidamente limitada, para a retomada do crescimento sustentado em longo prazo, no sentido de a baixa das taxas básicas ter pouco efeito sobre as decisões de tomada de empréstimos bancários. Por isso, a opção é fazer uso da *política fiscal*, combinada com *parcerias público-privadas*, em projetos de investimento em infraestrutura para a busca do pleno emprego.

Dalio (2018) faz distinções entre boa e má política econômica.

Boa política econômica, durante as fases do ciclo de endividamento, se caracteriza por:

1. *Bolha*: prevenir o crescimento excessivo de dívida e a inflação de ativos com políticas macroprudenciais e política fiscal rígida;
2. *Topo do Ciclo ou Auge*: depois do controle, facilitar a retomada do crescimento, via políticas setoriais seletivas;
3. *Depressão*: fornecer ampla liquidez, reduzir rapidamente as taxas curtas até atingirem 0%, buscar monetizações agressivas, adotar estímulos fiscais e proteção para os bancos “*too big to fail*”;
4. *Desalavancagem Financeira*: começar com monetizações agressivas por meio de compras de ativos ou grandes depreciações da moeda, o suficiente para levar o crescimento nominal do PIB acima das taxas de juros nominais;
5. *Normalização*: equilibrar as forças depressivas de inadimplência e austeridade com as forças reflacionárias de monetização da dívida, depreciações cambiais e estímulo fiscal.

Má política econômica, durante as fases do ciclo de endividamento, se caracteriza por:

1. *Bolha*: ser permissiva com novos investimentos financiados por dívida de especuladores apostando na tendência de alta dos preços com juros baixos demais;
2. *Topo do Ciclo ou Auge*: continuar a apertar a política monetária, mesmo depois de estourar a bolha;
3. *Depressão*: ser lenta em cortar taxa de juro, fornecer liquidez limitada, adotar austeridade fiscal e instituições financeiras sistemicamente importantes são deixadas danificadas ou falidas;
4. *Desalavancagem Financeira*: vacilar nas monetizações iniciais com compras de ativos de risco mais discretas, para evitar *efeito riqueza*, sendo o estímulo da política monetária prejudicado, dada a obsessão por austeridade e ajuste fiscal;
5. *Normalização*: provocar “depressões inflacionárias feias”, onde os formuladores de políticas permitem a confiança na moeda nacional entrar em colapso ao imprimir excesso de dinheiro.

Política Monetária em Debate entre Regra ou Arbítrio

Desde a ascensão e a queda do monetarismo, na virada da década dos 70s para os 80s, no século passado, por ter provocado a crise da dívida da dívida externa em todo o resto do mundo fora dos Estados Unidos, a programação monetária saiu da moda. O mantra do Milton Friedman era os Bancos Centrais seguirem uma única regra, preferencialmente inscrita em cada Constituição nacional, cujo teor seria: *a oferta de moeda só pode validar o crescimento do produto real* – e jamais o aumento de preços inserido em um maior *produto nominal*.

As inovações financeiras, criadoras de quase-moedas, levou ao fracasso generalizado das Autoridades Monetárias. Jamais alcançaram suas *metas de controle monetário*.

Há duas distintas correntes de pensamento quanto ao papel da moeda na economia. Os keynesianos entendem o nível da taxa de juros (ou da oferta de moeda face à preferência pela liquidez) afetar o lado real da economia e, então, defendem *a discricionariedade na condução da política monetária*. Os monetaristas acham a moeda não se capaz de afetar o lado real, em longo prazo, e se apresentam como defensores de *regras*.

O debate sobre os méritos das *regras versus o arbítrio* existe desde quando surgiu política monetária. O *padrão-ouro* estabelecia antes a regra de manter a conversibilidade da moeda em ouro. Entretanto, em guerras e pânico de mercado com fuga das reservas em ouro todos os nacionalistas aceitavam o arbítrio de suspendê-lo.

Depois, os *Zé Regrinhas* passaram a clamar pela adoção da política de atingir taxa de crescimento estável no *agregado monetário*. Estaria de acordo com uma demanda estável por moeda, para não perturbar o livre funcionamento das forças de mercado.

Os *defensores do arbítrio* da inteligência humana coletiva, em cada circunstância inesperada, argumentavam em favor da adoção de uma atitude passiva quanto à *oferta endógena de moeda* pelas forças do mercado, porém, com rígida fiscalização administrativa sobre a atuação dos bancos. Defendiam controles financeiros seletivos e

direcionados no lugar de controle monetário geral de caráter recessivo.

Milton Friedman, guru dos monetaristas, era contra a autonomia operacional das diretorias dos Bancos Centrais, porque elas falhariam em não tolerar o diferimento entre as suas ações, frente às condições presentes, e os efeitos subsequentes sobre a economia em futuro indeterminado. Deveriam ter persistência na manutenção da meta sem abruptas oscilações na política monetária ao contrair ou expandir a oferta de moeda, exceto de acordo com o ritmo de crescimento do produto real.

Apontava as *defasagens temporais* na resposta dos gastos e dos preços às variações na oferta de moeda e daí na resposta dos condutores da política monetária às mudanças na economia. Elas poderiam converter os esforços discricionários estabilizadores em desestabilizantes em função de “falsas partidas-e-paradas”.

Haveria *defasagens de reconhecimento*, ou seja, de percepção e interpretação, considerando o tempo transcorrido entre a coleta de dados e a capacidade de analisá-los. Depois surgiriam *defasagens administrativas* na tomada de decisão, quando se considera o grau de centralização e outras considerações, inclusive extraeconômicas, como a pressão política contra o desemprego.

Além dessas, haveria *defasagens de implementação*, isto é, o tempo necessário para implementação de novas diretrizes políticas: fazer a regulamentação, a difusão e os esclarecimentos necessários. Por fim, as *defasagens de impacto* se refeririam ao efeito macroeconômico, ou seja, o tempo necessário para as novas políticas afetarem a economia através da mudança de expectativas e do ajuste de portfólios dos agentes econômicos. Possivelmente, a economia já teria se alterado quando comesçassem a surtir os efeitos da política monetária discricionária...

Daí o guru dos monetaristas persistia na defesa de sua *regra* para uso do instrumento controle monetário geral em vez do *regime de meta de inflação*. Esta seria uma *regra* quanto ao resultado (meta de inflação), mas adotaria o *uso discricionário do instrumento taxa de juros*. A manipulação dela ficaria ao critério do discernimento dos membros da diretoria do Banco Central.

Friedman era crítico dessa regra/meta tornar-se um objetivo em longo prazo, cujo sucesso no alcance necessitaria de plena liberdade de ação no curto prazo. Apenas a ilusória ameaça de a “desancoragem de expectativas” expandir a taxa de inflação moldaria os tecnocratas de acordo com os interesses pecuniários de O Mercado.

De acordo com a Economia da Confiança, hegemônica no pós-monetarismo, o único objetivo da política monetária seria a meta de inflação, pouco importando a meta de crescimento do produto e do nível de emprego. Para alcançar tal objetivo, o Banco Central faria uso principalmente da taxa básica de juros, no caso brasileiro, a *over-Selic*.

As dificuldades práticas de novas conjunturas não podem ser enfrentadas por simples regra estabelecida no passado. Em sistema complexo emergente de interações entre múltiplos componentes, a regra para enfrentar novos problemas não pode ser única ou simples. Em 1873, Walter Bagehot já tinha diagnosticado corretamente: “um remédio uniforme para muitas doenças muitas vezes acaba matando o paciente”.

Um século após, o economista John Taylor procurou explicar a nova política monetária como seguir uma regra na qual o Banco Central através de tentativas e erros busca *colocar a taxa de juros em um nível “neutro”*, capaz de manter a inflação e o desemprego estáveis ao longo do tempo vindouro. Ele ajustaria o juro referencial com base na distância da *taxa do desemprego* em relação à uma hipotética *taxa natural* (a menor possível sem estimular a inflação), estimada no número cabalístico de 4%, e a taxa de inflação teria uma meta almejada, mas poucas vezes alcançada. Trata-se de uma *regra inercial* com ênfase no desemprego e inflação do passado.

Sempre haverá circunstâncias conjunturais incapazes de os formuladores de regra anteciparem quando fixam antes uma meta irrealista. Por exemplo, a regra de Taylor não se adequava às condições econômicas exigentes de *taxas de juros reais negativas*.

Segundo a Regra de Taylor, o Banco Central deveria:

1. elevar a taxa nominal de juros sempre quando a expectativa de inflação superasse a inflação desejada;

2. reduzi-la quando a economia estivesse crescendo abaixo do seu potencial.

As últimas três décadas foram ilusórias porque, ao contrário do esperado para as próximas três, constituíram uma Era de Globalização *deflacionária*.

Houve um grande barateamento de bens industriais produzidos e exportados por países asiáticos, os sindicatos dos países ocidentais perderam poder de barganha com a desindustrialização deles e, em consequência, o custo unitário do trabalho caiu. Reconheceu-se a superestimativa da taxa natural de desemprego e da taxa de juros neutra, resultando em uma política monetária provocadora de perdas de oportunidades de emprego mesmo com a inflação abaixo da meta nos países centrais.

Um aspecto ressaltado por Taylor foi, para a inflação não explodir, ser imprescindível, frente a uma elevação da inflação esperada, a taxa nominal de juros se elevar ainda mais, de modo a taxa real de juro também se elevar. Essa regra pode ser resumida como manter a taxa de juros disparatada até a inflação alcançar a meta irrealista.

O problema com essa regra é aquela apontada por Friedman: a inflação responder com longas defasagens em relação à política monetária. Sem ancoragem do desconhecido "juro neutro", o Banco Central pode elevar a taxa básica para a estratosfera, provocando estagnação econômica e concentração da riqueza financeira em posse dos rentistas.

A sondagem de expectativas do mercado sempre corrobora as decisões do Banco Central do Brasil (BCB). Ele tem autonomia operacional em relação ao governo, mas parece não ter em relação a O Mercado!

A média de diversas opiniões de "economistas-chefes" dos bancos, apurada na pesquisa Focus, condiciona a decisão do COPOM como uma única opinião balizada! Qualquer ameaça de depreciação cambial provoca a elevação da inflação esperada e justifica uma elevação adicional dos juros pelo BCB. *Cara, o rentismo vence; coroa, os investimentos produtivos perdem.* Todos os agentes econômicos viram rentistas!

Em teoria, os movimentos das taxas de juros fixadas por um Banco Central deveriam estar relacionados, de alguma forma sistemática, com metas de inflação e de crescimento. Na prática, economistas-chefes e demais participantes do mercado financeiro pautam *a regra de política monetária classificada como função de reação*. Com isso, os “investidores” (especuladores/rentistas) antecipam as ações de política de juros e garantem seus ganhos em títulos de dívida pública e compras e vendas de ações.

O criador defende a criatura. John Taylor (Valor, 03/03/23) mantém a defesa de seu dogma com o qual angariou prestígio para seu nome.

Em seu *populismo de direita*, resume: “uma regra formal de política monetária trabalharia em favor do povo. Ela tornaria as ações do Banco Central mais transparentes e as isolaria de interferência externa. Ocasionalis desvios da fórmula seriam possíveis, é claro. Mas eles se tornariam evidentes, forçando oficiais a cuidadosamente explicar - e, portanto, pensar sobre suas escolhas”.

A política monetária está em debate no Brasil por causa do reinício de um novo governo social-desenvolvimentista eleito contra o neoliberalismo aliado ao neofascismo. Meu ex-professor da UNICAMP, Luiz Gonzaga Belluzzo, teceu considerações oportunas a respeito dela (Valor, 07/03/23).

O regime de metas tem o propósito de definir a *regra ótima de reação* do Banco Central. Pressupostamente, ao longo do tempo, fortaleceria a confiança dos agentes de O Mercado. Ao adequar suas decisões no manejo da taxa de juros de curto prazo às expectativas racionais (de acordo com a Economia da Confiança novoclássica) dos formadores de preços e dos detentores de riqueza, a Autoridade Monetária obteria a estabilidade do nível geral de preços à custa da renda e do emprego dos trabalhadores.

O Professor Belluzzo cita Michael Woodford por este autor propor o regime de metas almejar sim a estabilização dos preços reajustados com pouca frequência (*sticky prices*) como os preços administrados de serviços de utilidade pública. Flutuações conjunturais nos preços competitivos, sujeitos a ajustamentos frequentes ou a choques com quebra de oferta atípicos, devem ser

excluídas do regime de meta de inflação justamente por serem fenômenos de alta e baixa em curto prazo.

Esse regime de meta de inflação também não se deve preocupar com as flutuações nos preços dos ativos financeiros como é um choque cambial passageiro por si só. Nem todos os bens teriam seus preços igualmente controlados pela demanda agregada.

Desse modo, o Banco Central deveria adotar a meta de estabilização do núcleo da inflação. O *core inflation* representa a tendência de longo prazo no nível de preços.

Ao medir a inflação de longo prazo, as mudanças transitórias de preços devem ser excluídas. Para tanto, exclui-se componentes do índice de preços frequentemente sujeitos a preços voláteis como alimentos e energia. Ao perceber o controle monetário geral não ser capaz de enfrentar, por exemplo, *estações de seca sazonais*, coloca-se maior ênfase nos preços mais rígidos menos sujeitos a choques de oferta.

Mas esses choques de oferta temporários nos preços das matérias primas e alimentos ou o reajuste intempestivo de preços administrados não contaminam de forma adversa as expectativas dos agentes? Ocorreria isso caso os *price-makers* sempre afrontassem sua clientela disputada por outros competidores oligopolistas...

Em outros termos, "expectativas desancoradas" determinam reajustes de todos os preços ou pelo menos de preços de insumos chaves?! Não é o caso, por exemplo, dos preços dos combustíveis relacionados à volatilidade da taxa de câmbio e da cotação internacional *commodity* petróleo fora do controle da política monetária. Uma política eleitoreira conseguiu sua baixa ao obrigar a desoneração fiscal dos estados.

O Professor Belluzzo alerta: "a reação do Banco Central deve considerar também os efeitos negativos sobre a dívida pública e o déficit nominal originados por um excesso no manejo da taxa de juros de curto prazo". Em situação de *dominância fiscal*, a elevação da taxa de juro real causa o crescimento da dívida por elevar o custo real do serviço da dívida e por reduzir a demanda de bens e serviços, em especial a de trabalhadores. Por isso, provoca queda da receita fiscal e dificulta obter superávit primário.

Na realidade, independentemente da política monetária, o mundo atravessou uma fase deflacionária nas três últimas décadas ao contrário do esperado para as três próximas. A inflação ficou relativamente estável por causa dos fatores globais terem a controlado com força acima dos domésticos.

Na nova divisão internacional do trabalho, a Ásia se tornou produtora e processadora de peças e componentes além de bens finais baratos exportados para o resto do mundo. Essas transformações mudaram radicalmente as condições da oferta na economia globalizada.

Com mão de obra barata, câmbio desvalorizado e abundância de investimento direto estrangeiro lá se produzem manufaturas muito competitivas. Seus preços de exportação caíram entre 1995 e 2007.

Nesse período glorioso, chamado de *A Grande Moderação*, antes de *A Grande Crise Financeira* (GCF) de 2008, o choque positivo de oferta superou a *estagflação* anterior. Esta resultou do choque de petróleo e da crise do desenvolvimentismo nos anos 70 do século XX.

A liberalização comercial e financeira foi imposta à maioria dos países ocidentais e os investimentos industriais foram para os países do Pacífico. Essas duas dimensões da chamada *globalização* garantiram uma *inflação estável*, embora a taxa de juro real negativa tenha provocado *concentração de riqueza* nos acionistas e *endividamento* dos operários desempregados no Centro e alta dos juros na Periferia para atrair capital externo para equilíbrio dos balanços de pagamentos.

André Lara Resende, por sua vez (Valor, 08/03/23), destaca: uma intervenção bem-sucedida deveria diminuir as expectativas da inflação futura, fazendo baixar os juros para prazos mais longos, enquanto elevaria, temporariamente, a taxa de juros para prazos mais curtos. É o mecanismo para *a redução na inclinação da estrutura a termo das taxas de juros*.

Ele se concentra no *efeito dos juros na dívida pública*. Além da Selic ser o piso para acrescentar um *spread* e estabelecer toda a estrutura de juros de empréstimos na economia, ela importa para as políticas monetária e fiscal. Por que está tão elevada?

Também critica a ideia de ela em longo prazo ser apenas determinada pelas expectativas dos detentores da dívida, como sustenta a grande maioria dos economistas midiáticos de O Mercado. Na verdade, também a termo resulta da ação direta do Banco Central.

No dia a dia, a Autoridade Monetária gerencia a liquidez no mercado de reservas bancárias para colocar a Selic-mercado no nível da Selic-meta pré-anunciada. No entanto, os idolatras de O Mercado defendem a tese de “os juros serem o resultado das forças impessoais do mercado, pois o Banco Central do Brasil só determinaria a taxa de curtíssimo prazo, ou seja, a taxa de um dia ou de *overnight*”.

Nessa pregação, o sacrossanto Mercado determinaria os juros para os prazos mais longos, de fato, relevantes tanto para o custo da dívida, quanto para as condições de crédito na economia. A Autoridade Monetária não teria assim como se contrapor à determinação por O Mercado em relação aos juros para prazos mais longos.

Esta *estrutura a termo das taxas de juros na dívida pública* (e parâmetro para a dívida privada em longo prazo), segundo Lara Resende, é conhecida por quem tem com ela uma reverencial intimidade como “*a curva*”. Ela seria impessoal e implacável.

Caso o Banco Central tente reduzir voluntariamente a taxa básica – como foi feito no primeiro governo Dilma –, a ameaça é o lugar-comum: “as expectativas de inflação seriam desancoradas”. Daí elas se refletiriam na alta das taxas longas.

Em sentido inverso da baixa na taxa básica, no jargão metafórico da esnobe casta dos mercadores-rentistas, “a curva empinaria, com os juros curtos mais baixos, mas os longos mais altos”. Graficamente, é representada por maior ângulo de inclinação dos juros ao longo do tempo futuro extrapolado arbitrariamente por essa imaginação criadora de juros nos bolsos dos carregadores da dívida pública.

Daí todas as declarações das autoridades críticas à intocável política monetária, inclusive as do Presidente da República reeleito pela terceira vez com votos da maioria do eleitorado, expressariam

uma tentativa infrutífera de reduzir artificialmente os juros e, ao fim e ao cabo, terminaria por elevá-los. Alguns “porta-vozes” chegam a dizer “os juros iriam cair, mas as críticas do presidente Lula acabaram por elevar as atuais taxas”!

É tal como acusar “petistas infiltrados” pelo quebra-quebra nas sedes dos Três Poderes da República no dia 8 de janeiro de 2023, Dia da Vergonha Nacional! A imaginação dessa gente direitista não tem limite para se vitimizar... e se beneficiar com suas mentiras.

Lara Resende demonstra com dados o custo médio das emissões e do estoque da dívida acompanhar sim a taxa Selic. Existe, no caso, uma alta correlação causal entre os dois.

Ao fixar a taxa de juro básica por um dia (*overnight*), o Banco Central determina o primeiro ponto da curva. A partir de então, a tesouraria de cada banco “deficitário”, caso não tenha obtido um superávit no fluxo de caixa diário, obteria as reservas necessárias para carregar sua carteira de títulos de dívida pública, no mercado interbancário determinante da taxa CDI, usada como proxy da SELIC. Uma seleção de portfólio com títulos pós-fixados (LFT) e/ou com índice de preços (NTN-B) praticamente não teria risco em vez de a aposta especulativa na queda dos juros prefixados (LTN).

Estimar as sucessivas taxas de um dia, determinadas futuramente pela Autoridade Monetária, é um *exercício de imaginação coletiva*. Verifica-se, *ex-post*, o custo médio da dívida, estabelecido pelas taxas para os diferentes prazos dos títulos, ser a consequência de sua política monetária condutora da trajetória da taxa básica ao longo do tempo. O Mercado acompanha o Banco Central, ou seja, “o rabo não abana o cachorro!”

Para Lara Resende, o foco não deveria ser exclusivamente a mítica *meta de inflação*. Aliás, a taxa de inflação está inercial em torno de 6% aa há quase duas décadas, exceto em dois anos (2015 e 2021), respectivamente, pelos *choques tarifários* (super-reajuste dos preços administrados) e pela *inflação importada*.

A taxa correta seria aquela capaz de permitir o alcance do pleno emprego, sem provocar o superaquecimento da economia, nem provocar déficits comerciais externos. Como a “taxa natural ou neutra”, provocadora do chamado *equilíbrio monetário*, é hipotética,

isto é, só constatada *ex-post*, após verificar ter sido *uma passageira no tempo*, tudo mais é mera especulação, ou seja, a política monetária não é Ciência, mas sim habilidade...

Lara Resende, um dos teóricos da *inflação inercial* no Brasil, afirma corretamente: “nem toda inflação é provocada pelo *excesso de demanda*. Assim, como e porque a alta dos juros a reduziria é pouco claro”.

Os adeptos da Economia da Confiança fogem da responsabilidade de apontar *os canais de transmissão da política monetária para a fixação de todos os preços*. Seria a Curva de Phillips com a gangorra entre inflação e desemprego? Seria o efeito sobre a apreciação da moeda nacional com a disparidade do juro nacional frente ao juro internacional? Seriam *a la* Milton Friedman “os canais difusos e com defasagens variáveis”?

Por fim, Lara Resende ressalta estarmos diante da iminência de uma *crise de crédito*, provocada pela “inconsistência contábil” (sic) da Americanas e a disparatada taxa de juro básica, ameaçadora de provocar *a desalavancagem financeira das empresas* e levar a economia brasileira a uma *recessão* ou uma nova *depressão*. O Mercado parece finalmente ter se dado conta: *manter o juro de referência atual seria um grave equívoco*.

Política Fiscal: Gasto Público cria Demanda Efetiva

Segundo o *Relatório de Acompanhamento Fiscal*, publicado em janeiro de 2018 pela IFI (Instituição Fiscal Independente), o *hiato do produto* mensura as oscilações cíclicas da economia. Do ponto de vista metodológico, trata-se primeiramente de decompor o Produto Interno Bruto (PIB) em dois componentes:

- i) a *tendência* de médio ou longo prazo, muitas vezes identificada como *produto potencial*; e
- ii) o *ciclo* de curto prazo.

Em seguida, o *hiato do produto* é calculado pela diferença entre o *produto observado* e o *produto tendencial ou potencial*.

Há uma série de motivações para se calcular o *hiato do produto*.

Ele constitui um indicador útil sobre o estado dos ciclos econômicos. Pode subsidiar tanto análises conjunturais e estudos acadêmicos quanto o manejo das políticas macroeconômicas, como as políticas fiscal e monetária.

Um *hiato positivo* ocorre quando a economia opera acima de sua tendência (ou do seu potencial). Nessa situação, é um indicativo de estar sobreaquecida e sujeita a pressões inflacionárias. Ao contrário, o *hiato negativo* sugere uma economia operando com ociosidade dos fatores produtivos.

O indicador inclusive é muito utilizado por Bancos Centrais nas suas funções de reação de taxa de juros como a Regra de Taylor. Cada qual procura medir *a resposta necessária da taxa de juros ao hiato do produto e à taxa de inflação*.

O *hiato do produto* também é amplamente utilizado na avaliação e no monitoramento da política fiscal. Mais especificamente, o hiato é uma variável-chave para cálculo do *resultado fiscal estrutural*, o qual sinaliza a situação estrutural das Finanças públicas, após controlar os efeitos temporários dos ciclos econômicos e de medidas não recorrentes.

Atualmente, a União Europeia e até mesmo um grupo seleto de países latino-americanos (Chile, Colômbia e Peru) adotam formalmente esse tipo de indicador de resultado estrutural como *âncora de seus regimes fiscais*, enquanto outros países simplesmente o utilizam com o propósito de monitorar os resultados fiscais. Em boa parte destes países, as tarefas de se estimar o resultado estrutural e sua variável-chave, o *hiato do produto*, é delegada para as respectivas Instituições Fiscais Independentes.

A estimação do *hiato do produto*, uma variável não diretamente observada, está longe de ser um procedimento trivial. Pode ser realizada por diversos métodos capazes de fornecerem diferentes estimativas e cada um possui vantagens e desvantagens.

Se o objetivo é avaliar os impactos das oscilações cíclicas sobre as Finanças públicas ou subsidiar um indicador de monitoramento

fiscal, o ideal é se optar pelo método mais simples e transparente possível capacitado para fornecer estimativas estáveis e não enviesadas.

Ao longo das últimas décadas, basicamente duas metodologias de estimação predominaram entre as principais instituições públicas e organismos multilaterais: Filtro HP e Função de Produção.

A primeira apresenta falta de robustez em suas estimativas em tempo real, devido à sua elevada sensibilidade à adição de novos dados. Na prática, a experiência internacional tem mostrado a metodologia da segunda (Função de Produção) não estar imune aos problemas de se prover estimativas instáveis e enviesadas em situações de elevada volatilidade e mudanças bruscas no ciclo econômico.

Nestes episódios, as variáveis usadas na metodologia tornam-se muito instáveis e imprevisíveis, por exemplo, as taxas de investimento e de desemprego, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) e a medida da Produtividade Total dos Fatores (PTF). Dificultam a estimação dos níveis tendenciais (ou potenciais) das variáveis intermediárias e transmitem ruídos para o cálculo do produto potencial e do hiato do produto.

Em defesa da condução ativa e discricionária da política fiscal para o estímulo à demanda e à redução do *hiato do produto* (capacidade produtiva ociosa), em economias em recessão, inicialmente, os *multiplicadores fiscais* são a receita keynesiana para enfrentar uma Grande Depressão. Referem-se à mudança além da proporção linear, provocada por *gastos governamentais autônomos*, isto é, independentes das expectativas pessimistas reinantes, sobre a variação da renda nacional.

Um valor superior a um para esta razão indica a política fiscal possuir um *efeito multiplicador*. Uma alteração de, por exemplo, R\$ 1,00 nos gastos públicos acarreta um aumento acima de R\$ 1,00 no valor agregado.

A lógica para este *múltiplo*, acima da proporção linear na renda agregada, tem origem no Efeito Rede do aumento dos gastos públicos sobre o consumo privado. Este, por sua vez, causará aumento da renda e esta maior renda impactará novamente o consumo,

positivamente, desencadeando então um *círculo virtuoso de auto reforço*.

Estimativas para este efeito variam de valores próximos a 0 até valores bem superiores a 1 a depender dos efeitos de expansões fiscais sobre o produto e a dívida. Mas pode enfrentar a *histerese*. Esta significa retardo ou atraso relativo na evolução.

Na Física, *histerese* descreve a tendência de um sistema conservar as suas propriedades na ausência de novo estímulo. Na Economia, representa uma recessão cíclica da economia atrasar sua retomada de crescimento.

Uma *recessão cíclica* afetaria o crescimento potencial por:

1. o desemprego de longa duração erodir o estoque de capital humano, sobretudo aquele adquirido no ambiente de trabalho;
2. a fuga de cérebros reduzir também o capital humano;
3. o aumento da obsolescência do estoque de capital, com reflexos na produtividade;
4. o rebaixamento de expectativas dos agentes desestimular a assunção de riscos.

O investimento público pode ser insuficiente para multiplicar a renda nacional em função da consolidação fiscal, quando os gastos com Previdência Social e Saúde Pública e Assistência crescem muito. Acontecem devido às tendências demográficas como o aumento da aposentadoria, a morbidade de dois em cada três idosos acima de 65 anos e a demência de um em cada três idosos acima de 85 anos.

Na realidade, o combate aos déficits orçamentários da União e à dívida pública não pode ser prioritário diante de uma *estagnação secular*. As causas hipotéticas desta seriam as seguintes.

Haver muita poupança e pouco investimento. Com o envelhecimento e a maior longevidade humana, requerendo mais gastos futuros com a própria saúde, observa-se *uma maior propensão a poupar*, principalmente nos países desenvolvidos, sem aumento dos recursos destinados ao investimento *produtivo*, mas sim ao *financeiro*.

Esse fenômeno se reflete em taxas de juros baixas, mesmo próximas a zero. Assim, há um excesso de oferta de recursos disponíveis para emprestar com baixo preço do dinheiro, mas *não há demanda por crédito por falta de projetos de investimento*.

Alguns alegam isso ser por conta de *carência de inovação disruptiva*. As novas tecnologias digitais do século XXI não teriam aumentado a produtividade da economia tanto quanto as invenções do início do século XX, como a eletricidade, o automobilismo e a aviação. A eletrificação dos automóveis e o 5G não seriam tão *re-evolucionários*.

Observa-se *menor taxa de natalidade*, tanto nos países desenvolvidos quanto nos emergentes. Consequentemente, espera-se no futuro um menor crescimento do PIB, devido à redução no fator de produção mais essencial: a mão-de-obra. A automação e a robotização não elevariam a produtividade de maneira suficiente para a substituir.

A preocupação com a ineficácia da política econômica em curto prazo, para retomada do crescimento, vem se intensificando. A longa duração dos efeitos de duas Grandes Depressões e as dificuldades para enfrentá-las levaram à *tese de estagnação secular*.

Seria caracterizada por um ambiente macroeconômico no qual, supostamente, o pleno emprego só seria atingido a partir de taxas de juros reais negativas. Esta hipótese foi praticamente descartada na ausência de projetos de investimento em longo prazo.

Na realidade, em nenhum lugar se atingiu o pleno emprego, apesar da baixa inflação e *zero lower bound*. Os instrumentos tradicionais de política econômica em curto prazo comprovaram ser inadequados para enfrentar essa *estagnação secular*.

Essa situação implicou na impossibilidade de se atingir pleno emprego, crescimento e estabilidade financeira por meio da *política monetária convencional*. Alternativamente, haveria a necessidade de se incluir *diferentes iniciativas para estimular a demanda*, tais como um maior investimento público; estímulos ao investimento privado; aumento da proteção social com redistribuição da renda, capaz de afetar positivamente o consumo.

Os economistas “heterodoxos”, na verdade, keynesianos, defendem um novo papel para a política fiscal e uma reavaliação dos reais impactos do endividamento público. Pensam de maneira dinâmica: um período de maior déficit e endividamento provocará em seguida um período de maior crescimento da renda e arrecadação fiscal. Logo, será quando caberá fazer de maneira mais fácil o ajuste orçamentário.

Com baixas taxas de juros, o endividamento público não traz custos fiscais ou no bem-estar relevantes, ao contrário da visão mais difundida da Macroeconomia convencional. Porém, “é necessário combinar isso com os russos”, isto é, com o Banco Central.

O indicador-chave diz respeito ao *grau de fragilidade financeira*, ou seja, a prudência no endividamento do setor público. Nos países ricos, surgiu a hipótese de os governos pagarem, por suas dívidas, taxa de juros abaixo da taxa de crescimento da renda nacional, isso não implicará em piora da relação dívida/PIB. É matemático!

Sem aumento de sua fragilidade financeira, não cabe o argumento do *confidence fairy*, isto é, de uma queda na dívida pública aumentar a confiança dos agentes privados, levando-os a gastar mais. Em 2011, o economista ganhador do Prêmio Nobel, Paul Krugman, caracterizou o discurso conservador sobre déficits orçamentários em termos de seus autores serem “vigilantes de títulos” ou crentes na “fada da confiança”.

Exceto caso o governo corte seus gastos e diminua o déficit fiscal, os “vigilantes dos títulos” colocariam pressão midiática sobre ele, de modo a forçar a alta das taxas de juros. Mas se o cortasse, a “fada da confiança” o recompensaria, estimulando os gastos privados mais além dos cortes capazes de os deprimirem.

Cortar déficit público em uma crise, sob o ponto de vista de economista keynesiano, jamais poderia causar uma recuperação, dependente da substituição do ausente gasto privado, inibido por excesso de capacidade ociosa. A tarefa cabe ao gasto público independente de expectativa pessimista e feito por razão de política pública. A retórica política conservadora pode impedir uma *boa política* ser adotada, mas não pode fazer uma *política ruim* funcionar.

As expectativas adversas podem afetar os resultados de uma política, não apenas as chances de sua adoção. Há o velho argumento da *Equivalência Ricardiana*, uma releitura novoclássica com expectativa racional, quando imaginam os leigos pensarem como economistas:

1. se o governo aumenta os impostos, os contribuintes os pagam logo;
2. se o governo lança títulos de dívida pública, os contribuintes antecipam terem de pagar mais impostos no futuro para resgatar essa dívida;
3. logo, haverá queda imediata da renda disponível, pois haverá corte de gastos privados para aumentar a poupança e conseguir pagar impostos mais adiante.

Para *financiar transferências de renda para pessoas miseráveis* com elevada propensão a consumir, os keynesianos alegam nesta situação de carência social ser prioritária a *responsabilidade social* em lugar da *responsabilidade fiscal*. Trata-se de aumentar o endividamento público para o suporte aos agentes mais fragilizados, por meio da criação de empregos e da proteção social nas áreas da previdência e saúde.

Isto eleva a demanda agregada, em situações de recessão. Cabe também *financiar o investimento público*, diante da carência da infraestrutura.

Daí a *política de austeridade fiscal*, adotada de maneira generalizada, após a Grande Crise Financeira, ter sido um erro. Em contexto de taxas de juros mais baixas face à taxa de crescimento da economia, dívidas elevadas não levariam a uma espiral inflacionária.

É um equívoco ter como foco a necessidade permanente de limitar os gastos públicos em função de supostas restrições a seu financiamento. O foco deveria estar na *qualidade dos gastos sociais*.

Um novo consenso keynesiano se formou, amparado no diagnóstico da *estagnação secular*. Dada a exaustão da *política monetária*, caberia à *política fiscal* o protagonismo na sustentação da demanda efetiva – gasto público como substituto inicial no arranque

do multiplicador de renda – e conseqüente diminuição do hiato do produto.

A urgência de respostas dos governos aos problemas de saúde pública, distanciamento social e interrupção do fluxo de vendas, em 2020, levou a um aumento nos gastos e no estoque de dívidas públicas, mesmo em países onde já eram elevadas. Os gastos foram feitos face ao risco de mortandade geral e crise depressiva. As âncoras fiscais aplicadas pelos países foram suspensas para a Nação sobreviver e voltar a navegar.

No entanto, os economistas ortodoxos, com desconhecimento de outro discurso fora do *fiscalismo conservador*, mantiveram suas eternas preocupações com um *trade-off* entre o suporte às pessoas e a sustentabilidade das dívidas.

Alerta-se, entretanto, quanto à transposição do *novo consenso da política fiscal*, com taxa de juro abaixo da taxa de crescimento da renda, formulado a partir de estudo dos casos de países avançados, não ser feita diretamente para os países periféricos. Suas taxas de juros são relativamente mais elevadas com a inflação importada pela depreciação da moeda nacional e eles estão com um ritmo de crescimento mais lento.

Obviamente, o desafio prioritário é aumentar este ritmo de crescimento da renda e dos empregos! Depois disso será mais fácil fazer o ajuste fiscal!

Considerações Finais: Sistema Financeiro Nacional Disfuncional?!

O reducionismo binário, tipo “nós contra eles”, conforta as mentes humanas, pois elas costumam abominar complexidade. Porém, não interpreta o complexo sistema capitalista-financeiro. Pior, *ao não saber se conduzir diante das Finanças, acaba sendo conduzido...*

Infelizmente, muitos companheiros de esquerda e colegas desenvolvimentistas reverberam a literatura denunciante da “financeirização”. Afirmam, por exemplo, “*nosso sistema financeiro é gigante e disfuncional*”, pois não atua como criador de crédito e de financiamento do investimento e do consumo do setor privado; mas como *corretor dos rentistas*, viventes às custas do financiamento da dívida pública. No Brasil, a verdadeira *luta de classes* não é entre capital e trabalho, mas entre o capital financeiro, de um lado, e os trabalhadores e o capital produtivo do outro”.

O termo “funcional”, segundo o dicionário Houaiss, é “algo concebido e executado para ter maior eficácia nas funções as quais lhe são próprias”.

O sistema financeiro, por ser emergente das três funções apresentadas neste livro – *pagamentos, gestão de dinheiro e financiamentos* – é tão prático ou útil a ponto de quase toda população adulta fazer parte dele de maneira voluntária. Sua eficácia corresponde ao poder dele emergir de determinados efeitos de seus subsistemas interativos:

- *os pagamentos digitais* em tempo real;
- a *alavancagem financeira* de maior escala econômica, geradora de renda e empregos;
- a *acumulação de riqueza financeira* com a capitalização da sobra de renda dos seus clientes para futuro usufruto.

Neste livro sobre Finanças busquei demonstrar não ser possível dissociar *sistema financeiro* do *sistema capitalista*. É intrínseco, ou seja, inerente ou essencial.

Todos os trabalhadores do Varejo de Alta Renda necessitarão se tornar *rentistas*, em suas aposentadorias, pois não manterão o padrão de vida apenas com Previdência Social. O conhecimento de Finanças Pessoais os ajudará no intuito de a complementar.

Todas as empresas têm tesouraria. *Alavancagem financeira* é obrigatória para empresa gerar mais empregos e sobreviver em economia competitiva com fusões e aquisições.

Todos os cidadãos contribuintes necessitam acompanhar as Finanças Públicas, para avaliação do destino da carga tributária. Impostos (até em sua etimologia) expressam um dever para com a sociedade.

Todos os clientes de bancos devem tomar conhecimento das Finanças Bancárias. A cidadania financeira plena exige participação ativa em busca e análise de informações para avaliação de riscos de perda do dinheiro tão difícil de acumular à base de trabalho.

Todas as Nações estão imersas nas Finanças Internacionais. O endividamento externo excessivo pode ser uma oportunidade, mas, de maneira desmesurada, é arriscado por afetar a soberania, diferentemente do endividamento interno em moeda nacional.

Todos os *setores institucionais*, enfim, lidam com as questões de como cada qual adquire o dinheiro necessário para o enriquecimento. Avaliam como, após receberem dinheiro em fluxo de renda, o gastam ou investem para acumulação de um estoque de riqueza financeira como reserva para enfrentar o futuro incerto.

Não se trata, por isso, de apenas *gestão dos recursos próprios* por cada agente econômico, isto é, fazer a seleção de carteira de ativos. Para adiantamento de futuro poder de compra, cada qual poderá oferecer garantias colaterais para tomar empréstimos. Usa *recursos de terceiros* ao assumir uma *estrutura de passivos* e, rotineiramente, fazer os devidos *pagamentos*.

Visão do Dinheiro

Ernani Torres me solicitou comentários sobre seu TD-IE-UFRJ 005-2023, *Fundamentos de Economia Financeira Moderna: Moeda, Restrição de Sobrevivência, Instabilidade, Regulação e Poder*. Por eu

estar inteiramente absorvido com as preparações de aulas e o término deste livro eu não o li antes.

Acabou sendo positivo porque eu poderia achar ele já ter dito o pretendido por mim. Interessante é como nossos trabalhos em paralelo (e desconhecendo um do outro) se deu sobre o mesmo objeto – *a abordagem sistêmica financeira* – e com método de análise muito similar. Talvez por sermos eternos discípulos da Professora Maria da Conceição Tavares, não tenho nenhuma discordância quanto à sua maneira de ver a economia interconectada por meio do sistema financeiro nacional e internacional.

Torres (2023) conseguiu apresentar a passagem entre *estoques* (saldos de patrimônio e dívida) e *fluxos de caixa* voláteis de um modo extremamente claro para o leitor. Seu texto faz uma apresentação didática dos principais conceitos desenvolvidos por autores contemporâneos capazes de explicar *o funcionamento de uma economia sob uma perspectiva financeira*.

O autor não lido e nem antes resumido por mim aqui – e bem lembrado por ele – é Perry Mehrling. Sua chamada *Visão do Dinheiro* é essencialmente uma síntese e reafirmação das ideias centrais de duas tradições, reformuladas para as atuais condições institucionais:

1. *a tradição institucionalista norte-americana* de Allyn Abbott Young, Alvin Hansen, Edward S Shaw e Hyman Minsky, e
2. *a tradição do Banco Central britânico* de Walter Bagehot, Ralph George Hawtrey, Richard Sidney Sayers e John R Hicks.

As duas ideias centrais da *Visão do Dinheiro* são:

1. o sistema bancário como *sistema de pagamentos*, destacando a importância da *restrição de sobrevivência ou liquidação*, e
2. o sistema bancário como *sistema de criação de mercado*, destacando a importância da função de *negociante de produtos financeiros* (gestão de dinheiro e empréstimos).

O leitor pode pensar: o primeiro vem da Economia e o segundo vem das Finanças. Na sua opinião, nenhum deles é tratado como centralmente importante em seus campos de origem.

Tanto a Economia, quanto as Finanças, segundo Mehrling, abstraem o dinheiro. Adotam isso como uma estratégia para “olhar através do véu” para algo “real”, escondido atrás. Por sua vez, a *Visão do Dinheiro* trata esse “véu” como a substância essencial e o princípio organizador da moderna economia globalizada financeiramente.

Em resumo, as diferenças são as seguintes:

1. a *Economia* vê um mundo de produção e troca de *commodities*;
2. as *Finanças* veem um mundo de precificação de ativos com base na projeção de fluxos de caixa futuros sem enxergar os passivos;
3. a *Money View* vê um mundo de *promessas de pagamento interligadas*, policiadas pela *restrição de sobrevivência*, e com preços determinados pelo sistema do revendedor.

Financiamento, obtido no mercado monetário de crédito, é onde a *restrição de liquidez* “pega”, ou melhor, paga para a sobrevivência. Ele precisa ser renovado periodicamente.

Mehrling apresenta como os bancos criam crédito ao expandir seus balanços em ambos os lados (ativo e passivo), emprestando e criando novo poder de compra em depósitos à vista. É a fonte crucial de elasticidade monetária e expansão para o sistema como um todo.

Por sua vez, ele é policiado pela *restrição de sobrevivência*. Esta necessita manter os compromissos de caixa atuais alinhados com os fluxos de caixa presentes. Além disso, o sistema de revendedores deve ser capaz de policiar o alinhamento futuro dos compromissos de saída de caixa com os fluxos de entrada de caixa.

Liquidação acontece quando o dinheiro paga e cancela uma dívida. A hierarquia se apresenta aí na diferença entre o meio de pagamento disponível e a promessa de pagamento.

Um dos principais desafios conceituais em Finanças vem do fato de, nas atuais condições institucionais, a maioria das formas de dinheiro nasce, na realidade, de crédito. Os depósitos bancários são dinheiro [ativo monetário], para o cliente, mas são um passivo do seu banco. As reservas bancárias são dinheiro [ativos monetários]

para o seu banco, mas constituem um passivo junto ao “banco dos bancos”: o Banco Central.

Hierarquia é uma palavra-chave. Mehrling sugere: *o que é dinheiro e o que é crédito* depende de qual nível do sistema financeiro se está falando. Essa Visão do Dinheiro salta para fora de um mundo plano, no qual há uma infinidade de mercadorias diferentes, transformadas em equivalências pelo sistema de preços relativos em um modelo de equilíbrio geral.

Depois de entender *o núcleo do sistema global*, trata-se de *entender a periferia e*, especificamente, como ela se conecta a esse núcleo. O sistema global é um *sistema de dólar*, mas existem várias outras moedas nacionais, organizadas em *uma hierarquia de crédito-dinheiro*, flutuante em um ciclo financeiro global, respaldado e regulado por instituições públicas. Elas evoluem em resposta à inovação institucional em finanças e dinheiro privados.

Temos de estender a pesquisa futura, baseada nesses fundamentos teóricos-institucionais, na tentativa de *entender a evolução contínua do complexo sistema financeiro como um todo*.

Abordagem Sistêmica Financeira

O TD do Ernani Torres, assim como este livro, se insere no debate teórico-conceitual com *uma abordagem sistêmica financeira* a partir da hipótese de a moeda ter uma grande centralidade no funcionamento de uma economia moderna, baseada na visão realista do seu cotidiano. Essa abordagem se contrapõe à “visão anti-moeda”, segundo a qual “as questões centrais da teoria econômica, ou seja, as decisões de alocação, produção e troca de bens e serviços, são realizadas sem se levar em conta os ganhos e custos em dinheiro”.

Nessa visão convencional, “a moeda é neutra”, porque não impacta variáveis macroeconômicas relevantes como o emprego, a renda etc., ou “a moeda é um véu”, por encobrir as “verdadeiras” relações entre os agentes econômicos. Nessa perspectiva, não só a moeda, mas também bancos, riscos e mercados de capitais são vistos como pouco relevantes para a análise do deveras importante para os contrários à “financeirização”: *a produção de mercadorias*.

Quando aparecem, surgem como elementos incapazes de comprometerem o “rigor necessário” no tratamento de variáveis chamadas de “reais”, tais como a renda, o emprego e os preços relativos. Crise econômicas aconteceriam apenas motivadas por *choques exógenos*, isto é, instituições fora das forças do livre mercado, pois estas levariam sempre ao equilíbrio fundamentado em preços relativos justos.

Os manuais focados nas perspectivas teóricas e institucionais convencionais ou em tratar temas financeiros desde um ponto de vista macroeconômico não apresentam, de fato, o funcionamento dos mecanismos monetários e financeiros. Supõem ser “realistas” quando acontece justamente o contrário: *abstraem as instituições financeiras*.

Os livros de Finanças tradicionais podem até fazer uma descrição das instituições, dos ativos e dos mercados componentes do sistema financeiro, bem como das técnicas usadas para minimização de riscos de composição de carteiras de ativos. Infelizmente, não costumam abordar, analiticamente, a questão crucial do endividamento suporte para a aquisição dos ativos.

Torres e eu buscamos nos inserir nesse debate com apoio da literatura alternativa, baseada na Hipótese da Instabilidade Financeira, apresentada por Hyman Minsky, e na Visão do Dinheiro (ou “visão financeira”), organizada por Perry Mehrling. Nela, as inter-relações criadas pelas obrigações financeiras às quais todas as famílias, empresas e bancos estão sujeitos, seriam o elemento explicativo fundamental para o funcionamento das economias de mercado. Na questão da geopolítica monetária, podemos utilizar também do conceito de *poder monetário estrutural*, desenvolvido por Susan Strange.

De certa forma, a visão de Torres (2023) é uma visão complementar à da Matriz de Patrimônio Financeiro com seus cinco “setores institucionais” interconectados: famílias, setores não-financeiros, setor governamental, sistema bancário-financeiro e sistema monetário internacional. Aqui, como mostro no Anexo Estatístico, essa referência quantitativa é útil para a abordagem sistêmica em conjunto das Finanças Pessoais, Corporativas, Públicas, Bancárias e Internacionais.

Ao invés do convencional foco no portfólio ou “seleção/escolha da carteira de ativos” (formas de manutenção de riqueza), Torres e eu utilizamos essa literatura alternativa para focalizar a *composição passiva de suporte à estrutura de ativos*. As dívidas são continuamente criadas, administradas e liquidadas por meio do sistema financeiro.

Esses passivos envolvem necessariamente contrapartes ou obrigações interpessoais. Em uma ponta está quem tem de realizar um pagamento em moeda no futuro (*devedor*) e na outra o beneficiário dessa liquidação (*credor*).

Nessa *sociedade contratualista*, alguns são detentores dos direitos (*haveres*) e outros, carregam as obrigações (*deveres*). Essas posições mutantes ou variáveis formam a todo instante (e configuração emergente) um conjunto de entradas e de saídas de dinheiro. Por se distribuírem ao longo do tempo são *dinâmicas* – e não estáticas.

A “grande sacada” de Torres (2023) é a contraposição de *estoques/saldos* (balanço patrimonial) aos *fluxos de caixa* (liquidez), gerados nas contas de resultado pela diferença entre receitas esperadas e correntes (confirmadas ou efetivadas) e as despesas de custeio e financeiras (contratadas legalmente). Caso ocorra uma diferença a menor entre suas entradas e saídas, o devedor precisará recorrer a outras fontes de dinheiro, tais como seus saldos acumulados, a tomada de novos empréstimos ou a venda forçada (liquidação) de ativos.

Por definição, os valores da esperada entrada no fluxo de caixa são previsões. Caso não se confirmarem, para efetuar o pagamento devido, essa eventual *frustração de caixa*, inesperadamente, deixa o devedor sem dinheiro suficiente para pagar suas obrigações.

A regra geral de Administração Financeira é, a todo momento, dispor de um saldo em moeda suficiente para atender integralmente aos pagamentos correntes. Com pontualidade financeira, trata-se de evitar o *risco de inadimplemento*.

Na abordagem financeira sistêmica, a moeda vista como uma criatura do Estado – e não de O Mercado – não é apenas uma “facilitadora das trocas”. As decisões dos agentes econômicos são

feitas a partir de cálculos monetários – e não em quantidades de bens.

Deter moeda é se sentir *onipotente*. Liquidar dívidas (ou fazer pagamentos) é *onipresente*. O problema é ninguém ser *onisciente* quanto ao reservado pelo futuro incerto, resultante de decisões descentralizadas, descoordenadas e desinformadas umas das outras.

Para essa coordenação, busca-se o apoio de um sistema financeiro capaz de operar seus pagamentos com depósitos à vista, escriturados nos bancos comerciais, e também provedor de segurança para a originação, o registro, a negociação e a liquidez de seus ativos. Bancos são os únicos agentes privados autorizados pelo Estado a multiplicar moeda.

A contradição-chave se dá entre os interesses de obter rendimentos, segurança e liquidez e a capacidade de seus clientes conseguirem liquidar suas dívidas em tempo adequado. Para evitar *risco sistêmico não diversificável* por conta de eventual bancarrota, o Estado regula o mercado monetário-financeiro através do Banco Central.

Na abordagem de sistema complexo, a configuração dinâmica emerge das interações de seus componentes. No caso, buscamos interconectar a “visão da teoria econômica”, focada na produção e troca de bens e serviços, e a “visão das finanças”, preocupada com a precificação e o financiamento de ativos, e depois submeter ambas à Economia Política Internacional (EPI) com sua moeda hierarquicamente hegemônica.

Fundamentos da Economia Financeira

Nesse sistema complexo, as conexões financeiras são vistas metaforicamente por Torres (2023) como fossem uma “rede de tubos” por destacar os fluxos de caixa com entradas e saídas de liquidez. Os citados “setores institucionais” constituiriam nódulos centrais das interconexões entre seus elos. O sistema bancário possui uma centralidade por conta de nele serem efetuados os depósitos das reservas para as liquidações das obrigações financeiras.

Ele salienta o conceito de “restrição de sobrevivência”, apresentado por Minsky, ser relevante para a administração dos fluxos de caixa. As condições de sobrevivência exigem as despesas financeiras totais serem menores ou iguais às receitas monetárias totais (sem considerar a liquidez inicial possuída), para cada período de tempo, desde o pagamento inicial até a amortização final do endividamento dos agentes econômicos.

Fluxo de caixa e restrição de sobrevivência – o limite calculável sempre por cada agente econômico da fronteira entre sua caracterização como *solvente* ou *insolvente* perante suas obrigações financeiras – são conceitos-chaves. A restrição de sobrevivência exige a saída de caixa não exceder a entrada de caixa.

Essa visão baseada em fluxos de caixa revela famílias, empresas, bancos, governos e o resto do mundo estarem todos conectados financeiramente entre si. Todas as dívidas internas adotam por imposição legal a mesma unidade de conta e precisam ser pagas por meio da transferência dos devedores aos credores de saldos de depósitos à vista ou papel-moeda, ou seja, meios de pagamentos legais – e não a moeda estrangeira hegemônica. O dólar necessita ser convertido à taxa de câmbio sujeita à flutuação suja.

Figurativamente, o sistema financeiro é visto por Torres (2023) como uma *rede* entre agentes econômicos, formadora de uma multiplicidade de “encanamentos financeiros”. Essa “tubulação” é composta por elos formados pelas pessoas físicas e jurídicas detentoras de obrigações ou de ativos financeiros e clientes dos bancos responsáveis pela custódia, circulação monetária e liquidação de dívidas.

Nesse sistema complexo, emergente de múltiplos componentes, ocorre a interação econômico-financeira dos diferentes agentes. Integra as decisões realizadas no passado a obrigações a serem liquidadas no presente e no futuro. Os bancos por terem uma importância sistêmica nesse “encanamento social” são objeto de um tratamento especial por parte do Estado via os títulos de dívida pública e a Autoridade Monetária.

No dia-a-dia, os bancos necessitam administrar com cuidado sua restrição de sobrevivência junto ao Banco Central. O chamado “piloto de reservas” se dedica exclusivamente a essa atividade. A

tesouraria administra ao longo do dia os fluxos de entrada e de saída de dinheiro de modo o banco ser "doador", quando estiver superavitário, e "tomador", no mercado interbancário, em caso de fluxo deficitário.

Caso a instituição financeira deixe de cumprir a exigibilidade de manutenção de saldos mínimos em sua conta de reservas no Banco Central, de forma recorrente, poderá ser liquidada. Saldos inferiores ao determinado pela regulação podem ocorrer tanto pela frustração de receitas esperadas (*risco de crédito*), quanto pelo aumento imprevisto no valor de uma obrigação (*risco de mercado*), por exemplo, o valor auferido na venda de um ativo em moeda estrangeira pode ser diferente do originalmente esperado por força de uma variação imprevista na taxa de câmbio.

Há três elementos constitutivos ou fundamentais em um sistema monetário-financeiro:

1. a presença de uma unidade de conta aceita legalmente;
2. um mecanismo de registro de dívidas e de outros direitos e obrigações entre os clientes titulares;
3. a transferibilidade desses direitos por "securitização".

Algumas das entradas esperadas de serem recebidas nos fluxos de caixa eventualmente poderão não se realizar. Algumas de suas saídas podem vir a ser superiores à originalmente planejadas. Clientes bancários ficam sujeitos às penalidades da restrição de sobrevivência por motivos alheios à sua vontade.

Bancos fazem avaliação do risco de crédito de seus clientes, ou seja, a probabilidade de eles virem a realizar um calote ou a atrasar seus pagamentos. Muitos são obrigados a lidar com a ausência de informações confiáveis para calcular os riscos carregados.

Além de informações microeconômicas, os credores precisarão também levar em conta um cenário para a economia como um todo no futuro. Em particular, acompanhar a evolução das vendas dos devedores e as condições de liquidez dos mercados financeiros.

Um dos "colchões de segurança" pode ser chamado de "colchão de fluxo de caixa". Trata-se de se garantir com um excesso de

recebimentos futuros esperados com certo grau de certeza frente aos compromissos assumidos ou projetados para o mesmo período.

Um segundo tipo de “colchão de segurança” está associado à solidez do balanço patrimonial do cliente. Ele se refere à capacidade de tomar crédito sem oferecer garantias.

A terceira opção de instrumento de segurança são as reservas líquidas acumuladas no chamado “colchão de liquidez”. É formado por dinheiro ou ativos com baixa volatilidade de preço e facilmente vendidos, como os títulos de dívida pública.

Na *abordagem sistêmica financeira*, o risco mais importante para as famílias, empresas e bancos – e para a estabilidade da economia – é o de *solvência*. Este risco se refere à possibilidade de um elo vir a romper sua restrição de sobrevivência.

Do ponto de vista de um gestor de fluxo de caixa, seu principal risco financeiro diz respeito a um devedor seu não conseguir liquidar seu pagamento na data pactuada. Nesse *risco de crédito*, uma entrada esperada de recursos deixará de ocorrer.

Os *riscos de mercado* referem-se aos descompassos provocados por volatilidade nos preços de ativos, commodities ou nas taxas de juros ou de câmbio. Os seguros para essas flutuações, em contratos de derivativos, podem ter preços proibitivos para prazos longos ou durante uma Grande Crise Financeira (GCF) nos mercados internacionais.

Como muitas compras e vendas de ativos são feitas por agentes alavancados com propósito de aumento da rentabilidade patrimonial com uso de recursos de terceiros (e despesas financeiras menores diante do novo lucro operacional), a liquidez de mercado é um atributo possível de evaporar de uma hora para a outra. Este é o *risco de liquidez*.

Finalmente, Torres (2023) destaca o *risco sistêmico*. Ocorre quando um evento de insolvência, em vez de ficar circunscrito, se propaga pelo sistema financeiro, comprometendo seu funcionamento.

“Nesses casos, o rompimento da *restrição de sobrevivência* em um elo importante dessa ‘rede’ é capaz de comprometer uma grande

parcela das liquidações em curso e, assim, promover uma onda de falências sobre o resto da economia”.

Em sua metáfora, os mercados financeiros são “tubulações” muito interconectadas. Quando entopem, em alguns de seus fluxos, a liquidez evapora.

Nesse caso, precaver seria exigir maior margem de segurança de um crédito, com o devedor oferecendo *garantias colaterais* para serem mobilizadas em situação de inadimplemento. Ou então a liquidação dos negócios, tanto na ponta de venda, quanto na de compra, ser integralmente garantida por uma *contraparte central*, por exemplo, FGC ou B3.

Diante de um choque adverso, como uma queda inesperada na demanda, acompanhada por uma generalização de inadimplementos, as empresas “hedgeadas” (protegidas) atuam como “diques em uma inundação”. Absorvem com suas margens de segurança as pressões no *grau de fragilidade financeira*: serviços (juros e amortizações) da dívida / rendimentos efetivos.

Se o agente econômico, afetado por uma frustração em seu fluxo de caixa, “se afogar” por carência de liquidez (sic), a “onda” de destruição se alastrará pelos “dutos financeiros” por meio do inadimplemento de seus compromissos de pagamento, afetando seus credores. Com esse contágio, a destruição se propaga sobre os diques.

Uma grande quantidade de posturas financeiras antes protegidas será negativamente afetada pela frustração de suas receitas correntes. As unidades *hedgers* podem se tornar *especulativas*. As antes especulativas poderão ser transformadas involuntariamente em *Ponzi*. As já dependentes de refinanciamentos como *Ponzi* recorrem à falência ou à proteção judicial, tão logo seu acesso aos mercados voluntários de crédito deixar de existir.

Torres (2023) revelou o sistema monetário moderno ser uma estrutura formada por agentes econômicos distribuídos hierarquicamente em termos da capacidade de gerenciarem a oferta de moeda. Esquemáticamente, ele os segregou em três níveis.

Seu piso inferior (N1) é formado pelos Agentes Não Emissores de moeda (ANE), conjunto composto por famílias, empresas, entidades públicas, exceto o Banco Central, e instituições financeiras, à exceção dos bancos comerciais. Os ANE têm em comum o fato de não serem capazes de emitir moeda por seus próprios meios.

Alternativamente, os ANE poderão também obter financiamentos junto a bancos comerciais. Estes formam o segundo nível da hierarquia do sistema monetário (N2), pois são autorizados pelo Estado a multiplicar depósitos à vista “do nada”, isto é, do crédito *ex nihilo* em várias rodadas de empréstimos criadores de desses depósitos.

Todos os pagamentos realizados entre ANE por meio de depósitos à vista geram a obrigação de os bancos realizarem transferências adicionais de igual valor, porém, fazendo uso de seus saldos em reservas, mantidos junto à Autoridade Monetária. Caso esse *colchão de liquidez* for insuficiente, podem também recorrer à venda de ativos líquidos como títulos de dívida pública ou ainda a captações no mercado interbancário.

Uma perda de reservas de um banco deficitário corresponde necessariamente a um aumento desse mesmo saldo de outro(s) banco(s) superavitário(s). As reservas bancárias compõem um sistema fechado não sujeito a vazamentos ou transbordamentos, exceto em caso de intervenção do Banco Central. Este responde pelo terceiro nível do sistema monetário (N3), comprando/vendendo títulos de dívida pública no *open-market*.

Torres (2023) alerta: a falta de vontade dos ofertantes em atender os demandantes de depósitos à vista provoca imediatamente um aumento nas taxas de juros. Em consequência, essa restrição de sobrevivência macroeconômica afeta os agentes do nível inferior.

Por fim, em um *sistema financeiro internacional*, baseado em moeda de crédito, todos os Bancos Centrais nacionais estarão sujeitos a uma restrição de sobrevivência na moeda hegemônica, na economia mundial, à exceção do país emissor do dólar: os Estados Unidos. Por esse motivo, para praticamente todos os países, existe um *quarto nível na hierarquia* do seu sistema monetário doméstico (N4).

Figura 4. Hierarquia de um Sistema Monetário Nacional



Elaboração do Autor do TD-IE-UFRJ 005 -2023: Ernani Teixeira Torres Filho

Os agentes locais com negócios com o resto do mundo são obrigados a também administrar, direta ou indiretamente, uma *restrição de sobrevivência dolarizada*, isto é, entradas e saídas de caixa na moeda estrangeira. Para manutenção de certa soberania na moeda nacional, os mercados de câmbio locais são normalmente muito regulados pela Autoridade Monetária naquele país.

Os fluxos de entrada e saída de moeda estrangeira, administrados pelos bancos comerciais e pelos ANE, raramente se equilibram. Por esse motivo, os Bancos Centrais atuam rotineiramente nos mercados de câmbio de modo a oferecer ou adquirir moeda estrangeira, tendo em vista a manutenção de taxas de câmbio fixas ou de flutuação "suja" em bandas, no caso de o regime de câmbio ser flutuante.

Ocorrendo escassez de divisas, afirma Torres (2023), o Banco Central, além de eventualmente aceitar fazer uma certa desvalorização cambial, pode ser levado à elevação da paridade da taxa de juros doméstica diante da estrangeira. Desse modo, ou obriga os ANE do seu país a reduzir sua demanda corrente por moeda estrangeira, ou abre mão de seus estoques de divisas estrangeiras, se não recorrer a empréstimos emergenciais no exterior.

Conclusão Final

Face à abrangência do tratado aqui, o ensino convencional de Economia Monetária deve ser superado – mantido o necessário e descartado o ultrapassado – por um conhecimento mais amplo de Finanças. Para isso, são insuficientes e devem ser descartados os modelos agregativos abstratos, baseados no modelo de equilíbrio geral de León Walras sem papel ativo para a moeda. Não se deve a abstrair.

Os economistas tentam entregar o cobrado deles como fossem videntes: *previsão* e/ou *simulação*. Praticam um jogo de adivinhação do futuro com uso das variáveis da macroeconomia: produção, emprego, renda, consumo, poupança, investimento.

Muitos desconsideram as instituições financeiras capazes de afetar essas variáveis. Poucos dizem a respeito de consumismo ou de acumulação de fortuna, apresentando um guia para as pessoas interessadas em Finanças.

Na corporação profissional dos economistas, pelo menos entre os acadêmicos, é espécie de tabu falar sobre Finanças Pessoais. É considerado não ser de bom tom, elegante, educado... *economista falar do próprio dinheiro!*

Acham mais nobre falar do capital-dinheiro em sua contratação de força de trabalho para a exploração. Destacam o investimento em ampliação da capacidade produtiva, gerador de emprego – ou, na sua ausência, de desemprego. Falam das remunerações dos outros, da distribuição de renda intergeracional e até do “capital humano”, isto é, capacidade pessoal de ganho com base em alguma habilidade ou conhecimento.

Buscam fazer previsão e simulação da evolução dos preços relativos, das flutuações de negócios e dos ciclos oscilatórios sem considerar a existência da moeda. Só a consideram quando está em excesso, de maneira inoportuna, porque o acompanhamento do nível de preços (inflação ou deflação) é decisivo para informar sobre o poder aquisitivo dos consumidores e, em consequência, sobre possíveis flutuações dos negócios.

Daí outro conhecimento-chave é sobre as Finanças Corporativas e sua governança empresarial. Os estudantes de Economia sabem o suficiente a respeito de orçamento de capital, investimento fixo e estudos de inventário, política de financiamento, risco financeiro e gestão de risco, estrutura de capital e propriedade, falência, liquidação, fusões e aquisições, reestruturação, governança corporativa? Deixam tudo isso por conta de gestores, administradores de empresas ou contabilistas?

Busquei defender aqui a hipótese de, avizinhando a Economia Digital, devermos *superar o tradicional ensino de Economia Monetária com a aprendizagem de Economia Financeira*, de maneira interdisciplinar, isto é, reunindo conhecimentos da Administração Financeira e Contabilidade Financeira. Nela também estará o necessário estudo de moeda e taxas de juros, demanda por dinheiro e gerenciamento da liquidez, para colocar o juro de mercado no nível do juro-meta, anunciado pelo Banco Central, além dos mecanismos de transmissão da política monetária. Mas as Finanças vão além disso.

O ensino de Finanças, através deste manual introdutório, condensa várias disciplinas. Seu propósito é também colaborar para a redução do curso de Ciências Econômicas para três anos, tal como ocorre na Europa.

Aumentará número de graduados em Economia com melhor relação custo/benefício. Os estudantes não se afastarão dos estudos, como fazem no último ano, para priorizar os programas de *trainee* ou estágios. Estes trabalhos lhes ocupam todos os dias, quando deveriam estar com dedicação exclusiva ao estudo, aproveitando a oportunidade única de obter o conhecimento oferecido no Ensino Superior.

Entretanto, se estiver defasado em relação à “financeirização” vista nas ruas, será relegado a um segundo plano, apenas para “cumprir créditos obrigatórios” e conquistar um diploma profissional. Não deveria ser assim. Para lidar com o planejamento da vida profissional, Educação Financeira deve ser parte da formação de todos os universitários!

Anexo Estatístico: Riqueza Escriturada na Matriz de Patrimônio Financeiro

Um modelo matricial permite analisar a economia a partir das informações sobre a interdependência entre os setores produtivos (atividades econômicas) e o sistema financeiro.

Antes, duas técnicas (Insumo-Produto e Contabilidade Social) culminaram em um único instrumento de planejamento, representado pelo Sistema de Contas Nacionais (SCN), adotado pelas Nações Unidas.

Depois, construção de *Contas Financeiras* como base de dados para análise econômico-financeira teve uma evolução inicial distinta das *Contas Nacionais* tradicionais. Houve a incorporação desse novo instrumento estatístico às chamadas *Contas Econômicas Integradas*.

Essa incorporação trouxe uma visualização mais clara dos vínculos entre os setores institucionais participantes do sistema financeiro. Desse modo, a definição do entendido por Matriz de Fluxo de Fundos, no SCN, permite incorporar em um único sistema contábil, mais abrangente, *análises econômico-financeiras da economia*.

O processo de harmonização metodológica dos diversos sistemas de contabilidade existentes tem seu desfecho com a publicação do SCN, pela Organização das Nações Unidas (ONU) e outros, em 1993.

Faltava, no SCN brasileiro, uma Matriz de Fluxos de Fundos. O Banco Central do Brasil passou a divulgar trimestralmente, a partir de outubro de 2022, as estatísticas da Matriz de Patrimônio Financeiro (MPF).

Apresenta os estoques de ativos e passivos financeiros de todos os setores institucionais do país, além do resto do mundo, com abertura por contraparte e instrumento financeiro.

A MPF deverá constituir importante instrumento para o conhecimento da estrutura financeira da economia brasileira, das

interrelações entre setores institucionais, além de contribuir para a análise de conjuntura, previsão e planejamento macroeconômicos. Torna possível calcular a covariância (ou não) entre o estoque de Patrimônio Financeiro Bruto e o fluxo do PIB do país.

Avaliando as estatísticas na *perspectiva bidimensional* da MPF (*quem financia quem*), ela informa o setor institucional composto por *sociedades não financeiras* ser financiado por todos os demais setores. Destaca-se o *resto do mundo*, expandindo seus investimentos em ações proprietárias, empréstimos e créditos a essas sociedades, assim como as famílias.

No caso das *famílias*, refere-se à posse de ações e títulos de dívida. Quanto ao *resto do mundo*, destacam-se ações de empresas multinacionais, empréstimos e créditos comerciais em operações intercompanhias.

O *governo geral* mantém uma posição em ativos financeiros líquidos dessas sociedades. Abrange a retenção de ações das empresas estatais e a concessão de empréstimos pelos fundos constitucionais.

O governo é *credor líquido* das sociedades não financeiras, enquanto em relação aos demais setores, é captador de recursos. Ele, assim como as sociedades não financeiras, é *tomador (devedor) líquido* de recursos na economia.

A MPF apresenta seus passivos financeiros líquidos por setor da contraparte. Recentemente publicada pelo Banco Central do Brasil, apresenta os estoques consolidados por instrumentos financeiros.

As *colunas* da matriz representam ativos de cada setor institucional, enquanto as *linhas* registram os respectivos passivos por setor institucional, classificados por instrumento financeiro.

A MPF permite observar a relação econômica entre os setores institucionais da economia nacional e entre estes setores e o resto do mundo, dois a dois. A *diagonal* da matriz corresponde às posições intrasetoriais.

De maneira inédita, permite observar a distribuição do patrimônio financeiro pelos diversos instrumentos componentes e

seus detentores. O período abarcado coincide com o desgoverno brasileiro do fim de 2018 ao fim do primeiro semestre de 2022.

Patrimônio Financeiro	dez.-18			dez.-21		
	Ativos	Passivos	Saldo	Ativos	Passivos	Saldo
S1. Economia Nacional	43.092.382	45.448.236	-2.355.854	59.352.396	62.046.111	-2.693.715
S11. Sociedades Não Financeiras	5.244.944	10.440.676	-5.195.732	8.048.447	15.077.948	-7.029.501
S12. Sociedades Financeiras	25.821.602	25.676.861	144.740	34.678.172	34.903.603	-225.431
S13. Governo Geral	4.052.999	7.368.114	-3.315.115	4.766.876	9.137.716	-4.370.840
S14-S15. Famílias e ISFL	7.972.837	1.962.584	6.010.253	11.858.901	2.926.843	8.932.057
S2. Resto do Mundo	5.723.228	3.367.374	2.355.854	8.011.461	5.317.746	2.693.715
TOTAL	48.815.610	48.815.610	0	67.363.857	67.363.857	0
S1. Economia Nacional	88%	93%	-5%	88%	92%	-4%
S11. Sociedades Não Financeiras	11%	21%	-11%	12%	22%	-10%
S12. Sociedades Financeiras	53%	53%	0%	51%	52%	0%
S13. Governo Geral	8%	15%	-7%	7%	14%	-6%
S14-S15. Famílias e ISFL	16%	4%	12%	18%	4%	13%
S2. Resto do Mundo	12%	7%	5%	12%	8%	4%
TOTAL	100%	100%	0%	100%	100%	0%
Tomadores de Recursos (SNF + GG)	19%	36%	-17%	19%	36%	-17%
Sistema Financeiro (SF)	53%	53%	0%	53%	53%	0%
Credores de Recursos (FAM + RM)	28%	11%	17%	29%	12%	17%
TOTAL	100%	100%	0%	101%	101%	0%

Fonte: BCB - MPF (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

A incorporação dos ativos e passivos financeiros da economia nacional com o resto do mundo ao estoque do patrimônio financeiro bruto permite a consistência horizontal da matriz do patrimônio financeiro. Cada posição credora é registrada em uma contraparte devedora – e vice-versa.

Em dezembro de 2021, o estoque de patrimônio financeiro bruto da economia brasileira, registrou em ativos totais e passivos totais (inclusive de não residentes) R\$ 67,4 trilhões, aproximadamente *oito vezes o PIB do país de R\$ 8,7 trilhões*.

O saldo consolidado exclui posições intrasetoriais. Na mesma data, ficou em R\$ 57 trilhões, aproximadamente *sete vezes o PIB*.

Pela *ótica da economia nacional*, os ativos financeiros brutos totalizaram R\$ 59,4 trilhões, dos quais 91% aplicados no país e 9% no exterior. Os passivos financeiros brutos da economia nacional alcançaram R\$ 62 trilhões, 88% captados no país e 12% no exterior.

A tabela abaixo periodiza os ativos financeiros distribuídos entre a Economia Nacional e o Resto do Mundo. Mostra seus múltiplos em relação ao PIB (destacado no quadro) de 7 a 8 vezes, ou seja, esta é

a valoração do *estoque de riqueza financeira* diante do *fluxo de renda*.

Patrimônio Financeiro	Ativos Financeiros	AF/PIB	RM/TOTAL
Setores Institucionais	dez.-18	6.874.550	em %
S1. Economia Nacional	43.092.382	6	88%
S2. Resto do Mundo	5.723.228	0,8	12%
TOTAL	48.815.610	7	100%
Setores Institucionais	dez.-19	7.389.131	em %
S1. Economia Nacional	47.628.055	6	88%
S2. Resto do Mundo	6.790.634	0,9	12%
TOTAL	54.418.690	7	100%
Setores Institucionais	dez.-20	7.467.616	em %
S1. Economia Nacional	54.417.779	7	88%
S2. Resto do Mundo	7.654.082	1,0	12%
TOTAL	62.071.861	8	100%
Setores Institucionais	dez.-21	8.674.463	em %
S1. Economia Nacional	59.352.396	7	88%
S2. Resto do Mundo	8.011.461	0,9	12%
TOTAL	67.363.857	8	100%
Setores Institucionais	jun.-22	9.195.692	em %
S1. Economia Nacional	61.347.172	7	89%
S2. Resto do Mundo	7.876.188	0,9	11%
TOTAL	69.223.360	8	100%

Fonte: BCB - MPF (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Ao consolidar a evolução dos ativos financeiros líquidos por setor, a diferença entre os ativos e os passivos financeiros revela os *setores institucionais liquidamente emprestadores* (com sinal positivo +) da economia brasileira de dezembro de 2018 a junho de 2022. Eram as *famílias* (+72% a +76% do total concedido) e o *resto do mundo* (+28% a + 24%).

Enquanto isso, os *setores liquidamente tomadores* (com sinal negativo -) eram as *sociedades não financeiras* (cerca de -62%) e o *governo* (cerca de -38%). São estruturalmente devedores sem grandes alterações nas participações relativas no total tomado nesses 3,5 anos.

O sistema financeiro apresentava suas *sociedades financeiras* com posição consolidada quase equilibrada (diferença entre ativos e passivos com resíduo próximo de zero), devido à sua função de intermediação de recursos. Afinal, todos os setores institucionais

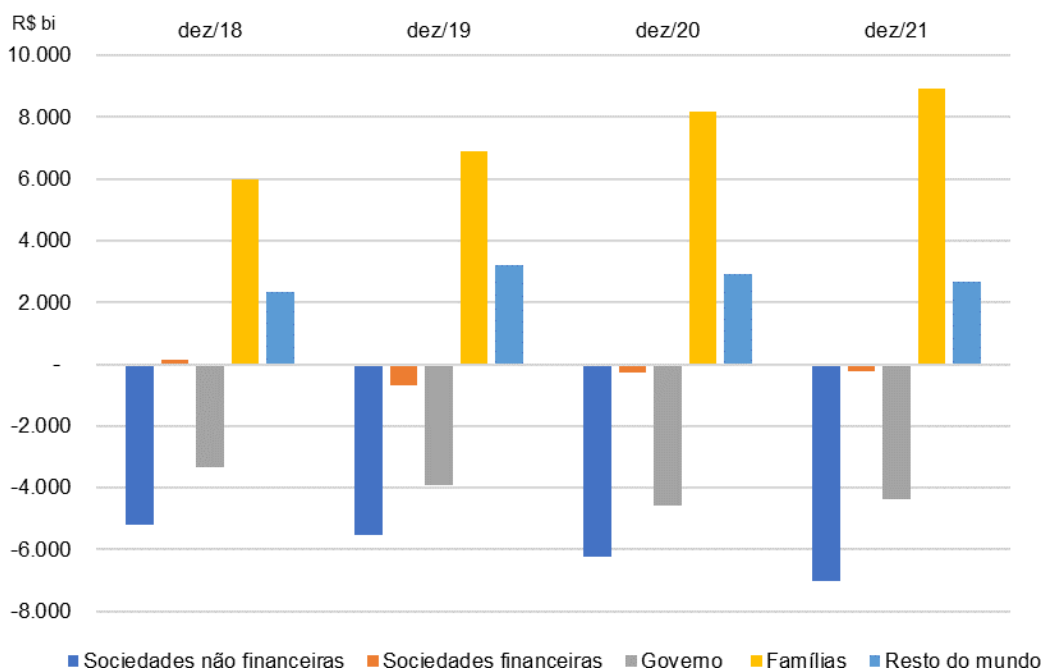
interagem através dos subsistemas de financiamento, gestão de dinheiro e pagamentos.

Patrimônio Financeiro	dez.-18	dez.-19	dez.-20	dez.-21	jun.-22
Setores Institucionais	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
S1. Economia Nacional	-2.355.854	-3.218.720	-2.910.373	-2.693.715	-2.889.864
S11. Sociedades Não Financeiras	-5.195.732	-5.519.900	-6.244.186	-7.029.501	-6.891.092
S12. Sociedades Financeiras	144.740	-662.873	-275.957	-225.431	-917.054
S13. Governo Geral	-3.315.115	-3.931.865	-4.588.390	-4.370.840	-4.266.830
S14-S15. Famílias e ISFL	6.010.253	6.895.919	8.198.160	8.932.057	9.185.112
S2. Resto do Mundo	2.355.854	3.218.720	2.910.373	2.693.715	2.889.864
TOTAL	0	0	0	0	0
S1. Economia Nacional	-5%	-6%	-5%	-4%	-4%
S11. Sociedades Não Financeiras	-11%	-10%	-10%	-10%	-10%
S12. Sociedades Financeiras	0%	-1%	0%	0%	-1%
S13. Governo Geral	-7%	-7%	-7%	-6%	-6%
S14-S15. Famílias e ISFL	12%	13%	13%	13%	13%
S2. Resto do Mundo	5%	6%	5%	4%	4%
TOTAL	0%	0%	0%	0%	0%
Tomadores de Recursos (SNF + GG)	-17%	-17%	-17%	-17%	-16%
Sistema Financeiro (SF)	0%	0%	0%	0%	0%
Credores de Recursos (FAM + RM)	17%	19%	18%	17%	17%
TOTAL	0%	1%	0%	0%	1%

Fonte: BCB - MPF (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Para avaliação das posições entre os setores institucionais devedores e credores, o Banco Central do Brasil utilizou o conceito de *patrimônio financeiro líquido* (ativos financeiros brutos menos passivos financeiros brutos), cujos resultados estão no gráfico a seguir.

Patrimônio financeiro líquido por setor institucional



Os *setores liquidamente credores* da economia brasileira são as Famílias e o Resto do mundo, enquanto os *setores liquidamente devedores* são as Sociedades não financeiras (SNF) e o Governo geral. O Setor financeiro apresenta *posição equilibrada*, compatível com sua função de intermediação de recursos.

Na nossa típica Tropicalização Antropofágica Miscigenada (TAM), a economia brasileira mistura *economia de mercado de capitais* com *economia de endividamento bancário* (empréstimos) e *público* (títulos de dívida). Nossa limitada mente humana tem dificuldade de a compreender em detalhe, pois abomina destrinchar os múltiplos componentes interativos dos quais ela emerge. Para transformar essa complexidade em simplicidade, temos de seguir um método holístico de análise econômico-financeira.

A vanguarda teórica atual segue um *método transdisciplinar* para compreender a atuação de um sistema complexo composto por múltiplos componentes com interações entre si. A pressuposição científica é os componentes terem regras de comportamento bem simples, mas, em conjunto, gerarem um fenômeno coletivo muito mais complexo.

Nesse reducionismo, nas Contas de Patrimônio, quando referentes a setores institucionais, mas não à economia como um todo, os números são agregados, somando os valores referentes a eles, mas não são consolidados. A consolidação eliminaria, no cômputo dos valores agregados para cada setor institucional, ativos correspondentes a passivos emitidos por unidades do próprio setor.

Um *processo de acumulação financeira* representa a capitalização de parte dos fluxos de renda. Esses rendimentos são recebidos a partir de títulos financeiros, escriturados ou contabilizados digitalmente, em posse dos agentes econômicos dos citados setores institucionais. Constituem "capital" no sentido de um direito de propriedade sobre uma renda.

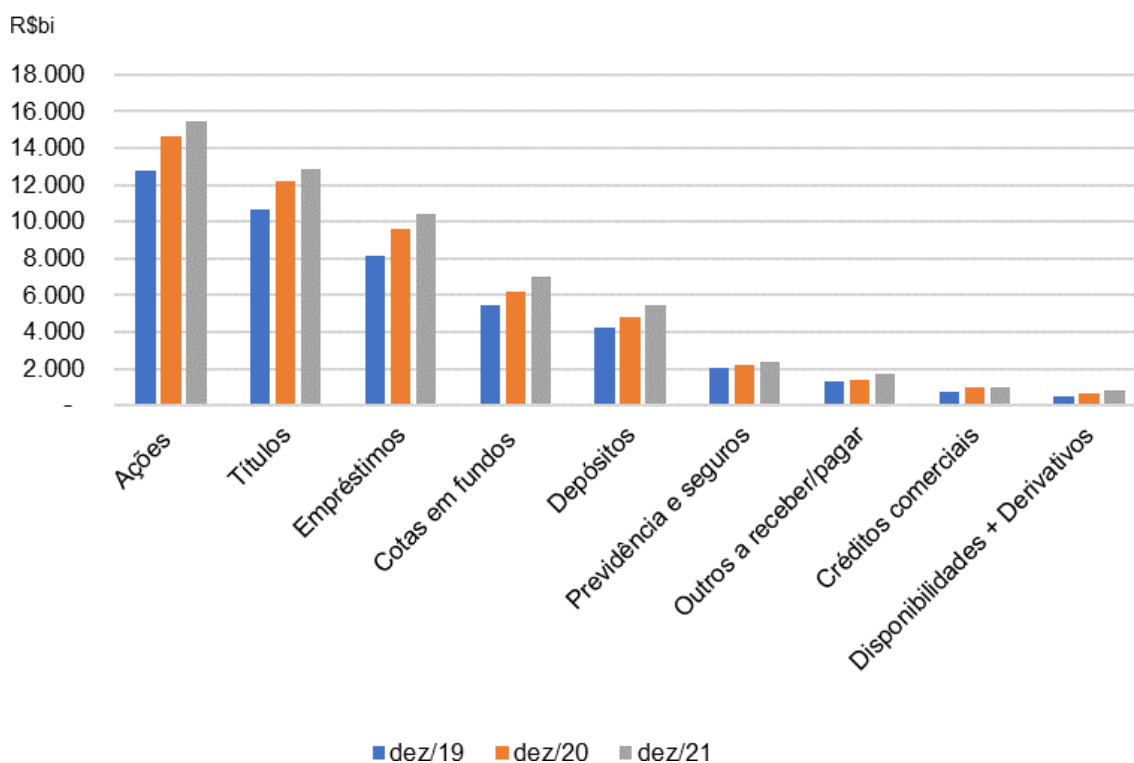
Na capitalização de uma Sociedade Anônima, via lançamento de ações, o controlador faz divisão dos lucros esperados ou prejuízos inesperados sem o risco de ser devedor. Os interesses dos compradores de ações dividem-se entre os dividendos e os ganhos de capital ao comprar barato e vender caro, ou seja, especular ao longo do tempo.

Os acionistas patrulham o risco de diluição de suas participações acionárias com oferta subsequente de novas ações (*follow-on*), caso não optem pela *subscrição* – este é o termo dado ao ato de participar do processo de aumento de capital de uma companhia já com ações listadas na bolsa de valores. A meta é a obtenção da maior taxa de retorno possível de suas ações, considerando a aversão ao risco.

É dependente do valor dos dividendos líquidos distribuídos, durante certo período, e da diferença entre a cotação no início do período e a alteração de sua cotação. Resulta no valor do *ganho ou perda de capital*, descontados os impostos e os custos de transação com as ações.

O desafio deste estudo de caso brasileiro a partir da MPF é romper com a ortodoxa separação entre a Microeconomia (teorias das decisões) e a Macroeconomia (teorias das resultantes das interações entre decisões). Antes, buscava-se os fundamentos microeconômicos da Macroeconomia, mas hoje busca-se, de maneira metafórica, tanto uma análise “de baixo para cima”, quanto “de cima para baixo”.

Patrimônio financeiro por tipo de instrumento



Na tabela abaixo, veja o portfólio de cada setor institucional por coluna (vertical). Na posição acumulada em junho de 2022 (R\$ 64,2 trilhões), destacava-se a importância das ações (44% do estoque), incluindo cotas em fundos de ações, face aos títulos de dívida (19%), empréstimos (18%), depósitos (9%), seguros (4%) e outras contas a receber ou pagar (4%). Os três primeiros instrumentos financeiros, somando 81% do patrimônio financeiro, se referiam a direitos de propriedade sobre os fluxos de renda gerados.

Matriz de Patrimônio Financeiro							R\$ Milhões
Junho de 2022							
	ATIVOS						TOTAL
	S1	S11	S12	S13	S14-S15	S2	
	Economia Nacional	Sociedades Não Financeiras	Sociedades Financeiras	Governo Geral	Famílias e ISFL	Resto do Mundo	
PASSIVOS							
S1. Economia Nacional	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
F1. Ouro monetário e DES	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%
F2. Moeda e Depósitos	10%	7%	3%	42%	19%	0%	9%
F21. Moeda	1%	0%	0%	0%	2%	0%	1%
F22. Depósitos transferíveis	4%	1%	0%	38%	1%	0%	3%
F29. Outros depósitos	6%	6%	3%	4%	16%	0%	5%
F3. Títulos de dívida	20%	15%	26%	3%	14%	12%	19%
F31. Títulos curto prazo	5%	6%	6%	1%	4%	2%	5%
F32. Títulos longo prazo	15%	9%	20%	2%	11%	10%	14%
F4. Empréstimos	18%	0%	25%	35%	0%	22%	18%
F41. Empréstimos curto prazo	7%	0%	13%	0%	0%	7%	7%
F42. Empréstimos longo prazo	10%	0%	13%	35%	0%	15%	11%
F5. Ações, outras participações de capital e Cotas em FIFs	43%	69%	40%	19%	44%	56%	44%
F51. Ações e outras participações de capital	24%	44%	19%	16%	31%	50%	27%
F52. Cotas em fundos de investimento	18%	24%	21%	3%	13%	6%	17%
F6. Seguros, Rendas Vitalícias e Garantias padronizadas	4%	0%	0%	0%	22%	0%	4%
F61. Reservas técnicas de seguro não vida	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%
F62. Direitos de seguros vida e rendas vitalícias	2%	0%	0%	0%	8%	0%	1%
F63. Direitos de pensão	2%	0%	0%	0%	12%	0%	2%
F66. Garantias padronizadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
F7. Derivativos financeiros e Opções sobre ações de empregados	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
F71. Derivativos Financeiros	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
F8. Outras contas a receber/ pagar	4%	8%	4%	1%	1%	9%	4%
F81. Créditos comerciais e adiantamentos	0%	0%	0%	0%	0%	9%	1%
F89. Outros	4%	8%	4%	1%	1%	0%	3%

Fonte: BCB - MPF (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Por exemplo, considerando-se o total (economia nacional e resto do mundo) patrimônio financeiro (R\$ 64,2 trilhões) por tipo de instrumento, estimado na MPF, eram R\$ 28,5 trilhões em ações (44%), R\$ 12,4 trilhões em títulos de dívida (19%), R\$ 11,8 trilhões em empréstimos (19%). Ao conhecer os seus detentores típicos descobre-se os grupos de interesses dominantes na economia financeira brasileira.

A carteira de ativos das sociedades não-financeiras compunha-se de quase 70% em ações, 15% em títulos de dívida (6% em curto prazo e 9% em longo prazo), não concedia empréstimos, não fazia seguros e pouco aplicava em derivativos (1%). Tinha 7% em moeda e depósitos e 8% de contas a receber.

A *carteira de ativos das sociedades financeiras*, por sua vez, compunha-se de 40% em ações, 26% em títulos de dívida (6% em curto prazo e 20% em longo prazo), empréstimos a receber eram 26% (divididos igualmente em prazos), também não fazia seguros e pouco aplicava em derivativos (1%). Tinha apenas 3% em moeda e depósitos, devido ao custo de oportunidade, e 4% de contas a receber.

A *carteira de ativos do governo geral*, tipicamente um devedor, compunha-se de 19% em ações, 3% em títulos de dívida (1% em curto prazo e 2% em longo prazo), empréstimos a receber eram 35% (todos em longo prazo). Não fazia seguros e nem aplicava em derivativos (1%). Tinha 42% em depósitos, sendo 38% em transferíveis e 4% outros depósitos.

As *carteiras de ativos das famílias* compunham-se de 44% em ações, 14% em títulos de dívida (6% em curto prazo e 9% em longo prazo), não concediam empréstimos, não faziam seguros e nem aplicavam em derivativos (1%). Destacavam-se por possuir 12% em direitos de pensão, 8% de direitos de rendas vitalícias e 2% de reservas técnicas de seguro não de vida. Tinham 2% em moeda, 1% em depósitos transferíveis (à vista) e 16% em outros depósitos (a prazo e de poupança).

Finalmente, os não residentes no *resto do mundo* mantinham em sua riqueza na economia brasileira 56% sob forma de ações, 22% em empréstimos a receber, 12% em títulos de dívida, 9% em contas a receber e 1% em ouro monetário e DES.

Matriz de Patrimônio Financeiro							RS Milhões
Junho de 2022							
	ATIVOS						TOTAL
	S1	S11	S12	S13	S14-S15	S2	
	Economia Nacional	Sociedades Não Financeiras	Sociedades Financeiras	Governo Geral	Famílias e ISFL	Resto do Mundo	
PASSIVOS							
S1. Economia Nacional	88%	11%	52%	8%	17%	12%	100%
F1. Ouro monetário e DES	0%	0%	0%	0%	0%	100%	100%
F2. Moeda e Depósitos	100%	8%	18%	36%	37%	0%	100%
F21. Moeda	100%	0%	18%	0%	82%	0%	100%
F22. Depósitos transferíveis	100%	3%	3%	87%	6%	0%	100%
F29. Outros depósitos	100%	13%	29%	6%	53%	0%	100%
F3. Títulos de dívida	93%	9%	70%	1%	13%	7%	100%
F31. Títulos curto prazo	95%	14%	67%	1%	13%	5%	100%
F32. Títulos longo prazo	92%	7%	71%	1%	13%	8%	100%
F4. Empréstimos	85%	0%	71%	15%	0%	15%	100%
F41. Empréstimos curto prazo	89%	0%	89%	0%	0%	11%	100%
F42. Empréstimos longo prazo	83%	0%	59%	25%	0%	17%	100%
F5. Ações, outras participações de capital e Cotas em fundos de inv	84%	17%	47%	3%	17%	16%	100%
F51. Ações e outras participações de capital	78%	18%	36%	5%	20%	22%	100%
F52. Cotas em fundos de investimento	96%	16%	66%	1%	13%	4%	100%
F6. Seguros, Rendas Vitalícias e Garantias padronizadas	100%	1%	1%	0%	98%	0%	100%
F61. Reservas técnicas de seguro não vida	100%	11%	13%	0%	76%	0%	100%
F62. Direitos de seguros vida e rendas vitalícias	100%	0%	0%	0%	100%	0%	100%
F63. Direitos de pensão	100%	0%	0%	0%	100%	0%	100%
F66. Garantias padronizadas	100%	0%	0%	0%	100%	0%	100%
F7. Derivativos financeiros e Opções sobre ações de empregados	99%	21%	78%	0%	1%	1%	100%
F71. Derivativos Financeiros	99%	21%	78%	0%	1%	1%	100%
F8. Outras contas a receber/ pagar	74%	20%	50%	2%	3%	26%	100%
F81. Créditos comerciais e adiantamentos	0%	0%	0%	0%	0%	100%	100%
F89. Outros	100%	26%	67%	2%	4%	0%	100%
S2. Resto do Mundo	100%	25%	50%	1%	24%	0%	100%
TOTAL	89%	12%	52%	7%	18%	11%	100%

Fonte: BCB - MPF (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Quanto aos *passivos* (leitura em linha na tabela acima), 12% foram tomados no exterior e 88% na economia nacional. Pouco mais da metade (52%) foram assumidos pelas sociedades financeiras, 11% pelas não-financeiras, 17% pelas famílias, 8% pelo governo, totalizando o percentual dos financiamentos tomados internamente.

Ouro monetário e DES somente o resto do mundo retém por causa das aplicações das reservas internacionais no exterior.

Em contrapartida, toda a *moeda nacional e os depósitos* estão na economia nacional. As famílias e o governo geral têm, respectivamente, 37% e 36% desse passivo, igual ao dobro do possuído por sociedades financeiras e as não financeiras têm apenas 8%. Destacam-se 87% de depósitos transferíveis serem passivos do governo geral e 53% dos outros depósitos serem das famílias.

Os *títulos de dívida* (pública e privada) têm 79% como passivos das sociedades financeiras, 13% das famílias, 9% das sociedades não financeiras e 7% do resto do mundo.

Da mesma forma, cerca de 70% dos *empréstimos* são haveres das sociedades financeiras, 15% são do governo e 15% do resto do mundo.

As *participações acionárias* (diretas ou via fundos) são mais diluídas entre os setores institucionais, embora 47% sejam das sociedades financeiras, 17% das não-financeiras, 17% das famílias, 16% dos não-residentes e apenas 3% do governo. Ao considerar apenas ações e outras participações de capital, 22% estão no resto do mundo.

Os *seguros, rendas vitalícias e garantias padronizadas* pertencem quase totalmente (98%) às famílias. *Derivativos* têm 78% em posse das sociedades financeiras e 21% das não financeiras.

Metade das *outras contas a receber* são das sociedades financeiras, 1/5 das não-financeiras e cerca de 1/4 do resto do mundo.

Passivos com o resto do mundo são 1/2 de responsabilidade das sociedades financeiras, 1/4 das não-financeiras e quase outro 1/4 das famílias.

Como “reduzir esse reducionismo”, apresentado pela Matriz de Patrimônio Financeiro? Podemos desagregar mais para revelar a concentração das benesses da riqueza financeira e daí os grupos de interesses no comando da economia brasileira?

Um método seria comparar com outros dados, disponíveis em sites do Banco Central do Brasil, B3, ANBIMA, FGC etc.

Quais são as participações dos investidores no volume de compra e venda de ações na Bovespa? A das Pessoas Físicas saiu de 18,2% em 2019 para 21,4% em 2020, quando a Selic baixou até 2% aa, caiu para 19% em 2021, quando a Selic voltou a ser elevada, e para 12,7% em dezembro de 2022 (média anual de 14,9%). A bolsa de valores deixou de ser atraente enquanto a Selic permanecia em 13,75% aa, equivalente a 1,08% ao mês.

Houve *fuga* da renda fixa para renda variável – e depois *refugo*. Com a retomada da elevação da taxa de juro básica, a bolsa de valores foi colocada de lado pela maioria dos investidores prudentes avessos ao risco.

Em paralelo, as participações de *investidores institucionais* (fundos de ações e de pensão) caíram de 31,5% em 2019 até 25,6% em 2022. No mesmo período, os *investidores estrangeiros*, sempre predominantes na raquítica bolsa de valores brasileira, passaram de 45% para 57%. *Instituições financeiras* tinham participações pouco expressivas: foram de 4,6% para 3,5% nesse quadriênio.

De fato, o número de investidores PFs nas negociações da B3 aumentou consideravelmente desde os 700 mil em 2018 até os 5 milhões CPFs registrados em 2022. Desde 2020, a média de investidores com ao menos um negócio no mês ficou acima de 1 milhão. Só.

Esses 5 milhões de investidores PF na B3 investem apenas um total de R\$ 459 bilhões no mercado brasileiro. Comparemos com os 33 milhões de famintos no Brasil – e deduzimos qual é a prioridade social!

O aumento do número de investidores em ações à vista veio acompanhado de uma queda no *saldo mediano em custódia* na B3, de R\$ 19 mil em 2018 para R\$ 1.000 em 2022. É risível deduzir “isso mostra a força e o avanço da *democratização do mercado de capitais* nos últimos anos”.

De fato, o interesse dos portadores de ações “fundamentalistas” – e não “grafistas” ou especuladores para ganhos de capital (comprar barato e vender caro) – se encontra mais no mercado de lançamento primário de ações, seja nos IPOs (Oferta Pública Inicial), seja nas *follow-ons* (Ofertas Subsequentes de Ações). Acompanham sim a política empresarial de distribuição dos dividendos e verificam o risco de diluição da participação acionária com emissões de novas ações.

Buscam a obtenção da maior taxa de retorno possível de suas ações, considerando sua aversão ao risco. A taxa de retorno de uma ação, em dado período, depende de três fatores:

1. da cotação no início do período;
2. do valor dos dividendos líquidos distribuídos durante o período;
3. do valor do *ganho ou perda de capital*, descontados impostos e custos de transação com ações, resultante da alteração de sua cotação no período.

Quando observamos o número de operações no mercado de capitais brasileiro, constatamos como inexpressiva em termos macroeconômicos sua supervalorização por “economistas *Faria Limers*”. É pauta para manchetes no jornalismo econômico tupiniquim.

Os números de IPO’s (emissão primária de ações) e *follow-ons* (distribuição secundária de ações) foram, respectivamente, 20 e 17 em 2017, 6 e 6 em 2018, 32 e 21 em 2019, 45 e 28 em 2020, 68 e 41 em 2021, 17 e 4 em 2022. Os valores neste último ano foram R\$ 48,535 bilhões no IPO’s e R\$ 6,518 bilhões em *follow-ons*. Só.

Quanto à destinação de recursos das emissões primárias de ações, segundo a ANBIMA, de 2018 a 2021, predominou para a aquisição de ativos ou atividades operacionais com média anual de 53%. Em 2022, essa finalidade caiu para 16,8% e a redução de passivo (desalavancagem financeira com a alta dos juros) atingiu 60% contra a média anual de 11,6% naqueles quatro anos anteriores.

O número de operações de lançamento de debêntures é maior. Foi crescente desde 2018 (exceto em 2020) e atingiu 481 em 2021 e 462 em 2022, com valores respectivos de R\$ 250 bilhões e R\$ 270 bilhões.

No entanto, não se deve confundir esses diminutos números e valores com o Patrimônio Financeiro, com a *riqueza sob forma de posse de ações de empresas*, inclusive as estrangeiras atuantes na economia brasileira, registrado na Matriz (MPF) divulgada pelo Banco Central do Brasil. No 1º. Semestre de 2022, no total, apontava R\$ 28,5 trilhões, sendo R\$ 17,6 trilhões de ações e participações, e R\$ 10,9 tri em cotas. Os valores das ações listadas (R\$ 4,4 trilhões) para compras e vendas no mercado secundário eram minoritários.

Nas *ações cotadas*, a MPF registrou o valor de mercado. Para as *ações não cotadas*, a referência foi o Patrimônio Líquido das empresas. A maior parte das *cotas de fundos* referia-se aos fundos com aplicações majoritárias em renda fixa. Para entendimento da complexidade do sistema financeiro nacional temos de pesquisá-las.

Como visto, uma parcela ínfima de Pessoas Físicas (5 milhões registrados e 1/5 delas com um negócio mensal) participa,

diretamente, do mercado de ações. Há cerca de 170 milhões de adultos brasileiros.

Segundo a ANBIMA, o Varejo tem 1,2 milhão de contas em fundos de ações com saldo médio per capita de R\$ 36 mil. Há 145 mil contas de *Private Banking*, sem discriminação possível do número em ações, mas em valor estão 7,5% de sua carteira total (R\$ 1,9 trilhão) em fundos de ações e 23,6% em renda variável.

Os valores de mercado de 387 ações listadas na bolsa de valores brasileira somavam cerca de R\$ 4,4 trilhões em 2022, mas nem todas são líquidas com muitas negociações. Em 2019, todas valiam R\$ 4,1 trilhões, em 2020, R\$ 7,2 trilhões, em 2021, R\$ 8 trilhões. A riqueza em ações é volátil, portanto, arriscada.

As da Petrobras e da Vale chegam a representar ¼ do total. Quando não, basta somar mais o valor de mercado do Itaú-Unibanco para atingir 25%. A maioria das demais ações não são líquidas.

Compare a B3 com as maiores bolsas mundiais e veja a possibilidade de poucos investidores com muito dinheiro a manipularem. Basta seguirem a tendência especulativa a cada rumor – e anteciparem pouco antes a esperada reviravolta.

Bolsa	Local de Operação	Market Cap (trilhões USD)	Empresas listadas	Index
1 NYSE	Estados Unidos	25,8	2.584	NYSE Composite
2 Nasdaq	Estados Unidos	17,36	3.790	Nasdaq Composite
3 Euronext	União Europeia	6,41	2.000	Euronext 100 Index
4 Shanghai Stock Exchange	China	5,99	2.101	China Shanghai Composite Stock Market Index
5 Tokio Stock Exchange	Japão	5,47	1.838	Nikkei 225 Stock Average
6 Shenzhen Stock Exchange	China	5,35	2.630	Shenzhen Stock Exchange Composite Index
7 Hong Kong Stock Exchange	China	4,98	2.233	Hong Kong Stock Market Index (HK50)
8 Bombay Stock Exchange	Índia	3,48	5.246	BSE SENSEX
9 London Stock Exchange	Inglaterra	3,07	1.900	The United Kingdom Stock Market Index (GB100)
10 Toronto Stock Exchange	Canadá	3,01	2.231	Canada Stock Market Index (TSX)
... B3	Brasil	0,988	449	Ibovespa

Fonte: <https://clubedovalor.com.br/blog/maiores-bolsas-de-valores-do-mundo/>

Ao não atingir sequer US\$ 1 trilhão, a comparação com as maiores bolsa de valores no mundo demonstra sua menor importância. Nos Estados Unidos, a NYSE como 2.584 empresas listadas tem *Market Cap* de US\$ 25,8 trilhões e a Nasdaq com 3.790 avaliadas em US\$ 17,4 trilhões. Na Europa, a Euronext acumula US\$ 6,4 trilhões nas ações de suas duas mil empresas. A Shanghai Stock Exchange na China com 2.101 sociedades abertas tem valor de mercado em US\$ 6 trilhões, isto sem falar na Shenzhen Stock Exchange (2.630 e US\$ 5,35 trilhões) e na Hong Kong Stock Exchange (2.233 e US\$ 5 trilhões).

No Japão, a Tokio Stock Exchange soma 1.838 empresas e US\$ 5,5 trilhões. Na Índia, a Bombay Stock Exchange soma 5.246 sociedades anônimas com valor de mercado em US\$ 3,5 trilhões.

As grandes empresas atuantes no Brasil têm suas ações listadas em bolsa de valores estrangeiras. Salientado isso, a relevância econômica do mercado de ações no Brasil está no *mercado primário*, para a capitalização das Sociedades Abertas, seja nos IPOs (Oferta Pública Inicial), seja nos *follow-ons* (Oferta Subsequente de Ações).

De acordo com o capital levantado, poucas empresas podem fazer a necessária *alavancagem financeira*, para multiplicar a rentabilidade patrimonial sobre o capital próprio através de endividamento. Isso resulta da participação de recursos de terceiros na estrutura do capital da empresa. *Nesse sentido, uma bolsa de valores pujante seria funcional.*

“O mercado de capitais é a melhor ferramenta para reduzir o *spread* bancário”, na visão do secretário de reformas econômicas do Ministério da Fazenda, ex-diretor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por ele ter como referência a economia de mercado de capitais norte-americana, onde o mercado de dívida privada (debêntures) é cerca de cinco vezes superior ao de crédito bancário. *Spread* bancário é a diferença entre a taxa paga pelas instituições financeiras para captar recursos e a cobrada dos clientes.

“O objetivo é chegar a um padrão de um país desenvolvido, de modo o mercado de capitais ultrapassar o sistema bancário como principal fonte de financiamento das empresas brasileiras, deixando de ser um financiamento de grandes empresas para também atingir empresas menores”, disse em entrevista ao Valor (24/04/23). “Competição entre bancos é importante, mas a competição fora do sistema bancário é mais importante”, afirmou o secretário.

No entanto, como mostrado antes, aqui, a Economia de Mercado de Capitais é bastante frágil. A bolsa de valores brasileira não lista todas as ações das empresas em atividade no Brasil.

Na Matriz de Patrimônio Financeiro, estão consideradas as ações de empresas *cotadas* e de empresas *não cotadas em Bolsas*, além de *outras participações de capital*. Com estimativa de R\$ 24

trilhões, as ações representariam 43% dos ativos financeiros da Economia Nacional. No caso do Resto do Mundo, elas representam 56% de seus ativos no Brasil. *A colonização estrangeira via ações permanece na bolsa brasileira, isso sem considerar as ações adquiridas em bolsas do resto do mundo.*

Em junho de 2022, somados os totais (economia nacional e resto do mundo), títulos (19%) e empréstimos (18%) não alcançavam as ações (44%). Aqueles representavam fluxos de financiamentos, enquanto estas registravam os estoques de riqueza empresarial no Brasil, possuídos inclusive por acionistas estrangeiros.

Em síntese, a estatística do crédito ampliado (150% do PIB) e dos meios de pagamento ampliados (M4/PIB: 108%), em conjunto com a MPF (88% dos passivos tomados na Economia Nacional), demonstra a economia brasileira ter conquistado uma *autonomia relativa em termos de financiamento*. Falta sim maior *autonomia tecnológica*, uma busca atrasada, inclusive devido ao retrocesso recente, causado pelo negacionismo científico.

Fontes de Referências

ARIELY, Dan. *Previsivelmente Irracional: As Forças Ocultas que influenciam as Nossas Decisões*. Lisboa; Estrela Polar, 2009.

BAGEHOT, Walter. *Lombard Street: una descripción del mercado de dinero*. Marcial Pons; 2012 (original de 1873).

BCBS (2010). *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga; GALÍPOLO, Gabriel. *Manda quem pode, obedece quem tem prejuízo*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2017.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. *Considerações sobre Política Monetária*. Valor, 07/03/2023.

BERNANKE, B. e GERTLER, M. (1989). 'Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations'. *American Economic Review*. Vol. 79, No. 1, pp. 14–31.

CAPARUSSO, John; Yingyuan Chen, Evan Papageorgiou e Shamir Tanna. *Crédito Incobrável nos Mercados Emergentes: Ainda no Começo*. FMI; 9 de novembro de 2015.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Tempo e Dinheiro em Compras e Vendas a Prazo*. Campinas: Texto para Discussão 433 do IE-UNICAMP; julho de 2022.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Economia em 10 Lições*. São Paulo: Makron Books; 2000.

DALIO, Ray. *Big Debt Crises: A Template for Understanding*. Bridgewater; 2018.

DAVIS, E. Philip. *Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk*. Oxford University Press, 1992.

DREHMANN, M. & JUSELIUS, M. (2011). *Evaluating early warning indicators of banking crises: Satisfying policy requirements*, BIS Working Papers 421.

DREHMANN, M., Borio, C. & K. TSATSARONIS (2011). *Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates*, BIS Working Papers 355.

FRIEDBERG, Barbara. *Personal Finance: An Encyclopedia of Modern Money Management*. Santa Barbara: California Greenwood; 2015.

GROPPELLI, A. A. & NIKBAKHT, E.. *Administração Financeira*. Rio de Janeiro, Saraiva, 2006. Capítulo 4.

HUDSON, Michael. *The Destiny of Civilization: Finance Capitalism, Industrial Capitalism or Socialism*. CounterPunch, 2022.

KALECKI, M. (1936–1937). 'A Theory of the Business Cycle'. *Review of Economic Studies* Vol. 4, No. 2, pp. 77–97.

KALECKI, M. (1954). *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*. London: George Allen & Unwin.

KNAPP, Georg Friedrich (2003). *State theory of money*. Simon Publications Inc., 1ª edição na Alemanha em 1905.

LARA RESENDE, André. *Camisa de Força Ideológica*. São Paulo: Companhia das Letras; 2022.

LARA RESENDE, André. *Culpa do Banco Central ou das expectativas?* Valor, 08/03/2023.

LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. *Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Financeiras* 3ª. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

LERNER, Abba P.. Chapter 24. Interest, Investment, And Employment III (Functional Finance). *Economics of Control: Principles of Welfare Economics*. The Macmillan Company; 1944.

LE GOFF, Jacques. *A Idade Média e o Dinheiro: Ensaio de uma Antropologia Histórica*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira; 2014.

LOPREATO, Francisco Luiz C. *Caminhos da Política Fiscal no Brasil*. São Paulo: Editora UNESP, 2013.

MARTIN, Felix. *Dinheiro: Uma Biografia não Autorizada*. São Paulo: Portfólio-Penguin: 2016.

MATIAS, Alberto Borges Matias (coordenador). *Finanças Corporativas de Curto Prazo: Gestão do Valor do Capital de Giro*. São Paulo: Atlas, 2007.

MEHRLING, Perry (2022). *The Money View: An interview with Professor Perry Mehrling*. Research Outreach. Disponível no link: <https://researchoutreach.org/articles/money-view-interview-professor-perry-mehrling/>

MINSKY, H.P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, CT: Yale University Press.

MINSKY, H.P. (1992). 'Schumpeter and Finance' in S. Biasco, A. Roncaglia & M. Salvati (eds.) *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honour of Paulo Sylos-Labini*. London: Macmillan.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, M. H. 'The cost of capital, corporation finance, and theory of investment'. *American Economic Review*, jun 1958, p. 261-97

MODIGLIANI, Franco e MILLER, M. H. 'The cost of capital, corporation finance, and theory of investment: a reply', *American Economic Review*. set 1959, p. 655-69.

MONNET, Eric. *Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France 1948-1973*. Cambridge University Press; 2018.

SALTO, Felipe & ALMEIDA, Mansueto. *Finanças Públicas: da Contabilidade Criativa ao Resgate da Credibilidade*. 1ª. ed. Rio de Janeiro: Record, 2016.

SERRA, José e AFONSO, José Roberto R. *Tributação, Seguridade e Coesão Social no Brasil*. Santiago do Chile: CEPAL, 2007.

STRANGE, Susan. *States and Markets*. Bloomsbury; 2015.

TAYLOR, John & MAYA, Livio. *Em Defesa de uma Regra Formal de Política Monetária*. Valor, 03/03/2023.

TOPOROWSKI, J. (2000). *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*. London: Routledge.

TOPOROWSKI, J. (2005). *Theories of Financial Disturbance: An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day*. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. *Fundamentos de Economia Financeira Moderna: Moeda, Restrição de Sobrevivência, Instabilidade, Regulação e Poder*. Rio de Janeiro: TD-IE-UFRJ 005-2023.

VON MISES, Ludwig. *Ação Humana: Um Tratado de Economia*. São Paulo: LVM Editora; 3ª edição; janeiro 2010.

WEATHERFORD, Jack. *A História do Dinheiro*. São Paulo: Negócio Editora; 1999.

WERNKE, Rodney. *Gestão financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais*. Rio de Janeiro, Saraiva, 2008.

WRAY, L. Randall. *The Neo-Chartalist Approach to Money*. Working Paper nº 10; jul de 2000.

Obras do Autor com *links para download*

Fernando Nogueira da Costa – *Ciclos Históricos Longas Ondas e Tendências Demográficas*. mar 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Cartilha de Finanças Pessoais*. 2023

Fernando Nogueira da Costa – Tradução de Clara E. Mattei. *A Ordem do Capital*. nov 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Escrituração do Patrimônio Financeiro*. nov 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Fatos e Dados contra Mentiras Eleitoreiras*. out 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Livro Negro do Desumano*. out 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Rede de Apoio e Enriquecimento* set 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Von Mises e Ciclo de Crédito*. agosto 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Efeito Rede em Sistema de Contabilidade de Riqueza*. agosto 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Cartalismo e Finanças Funcionais*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – Tradução de *Complexidade e a Arte da Política Pública*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Tradução de Grande Reversão Demográfica*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Tempo e Dinheiro em Compras e Vendas a Prazo*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Bancos: Financiamento e Missão Social*. junho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Inflação e Transmissão da Política de Juros*. junho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *La Banca Brasileira – Sistema Bancário Complexo*. maio 2022.

Fernando Nogueira da Costa - *Liberalismo X Esquerdismo*. abril 2022

Fernando Costa. *O Banqueiro Comunista*. Versão Livro. março 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Diagnóstico do Estado Atual da Economia Brasileira*. fev 2020.

Fernando Nogueira da Costa – *Regras ou Arbítrio na Fixação da Taxa de Juros – Padrões e Ruídos*. fev 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Fontes e Usos de Dados – Renda – Despesas – Dívida – Aplicações*. fev 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Economia como Componente de Sistema Complexo Adaptativo*. fev 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Dívida Pública e Dívida Social*. jan 2022

Fernando Nogueira da Costa – *The Economist – Seis Grandes Ideias*. dez 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Economia da Complexidade Comportamental Institucional e da Felicidade* – dez 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Segredo do Negócio Capitalista* - nov 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Transdisciplinaridade* - out 2021

Fernando Nogueira da Costa - Tradução de Extratos do Livro de Karen Petrou - *Motor da Desigualdade*. 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Post-Keynesianism and Horizontalism*. Reedição bilíngue do original publicado em 2001.

Fernando Nogueira da Costa. *Socialismo e Democracia* segundo Schumpeter. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Evolução Sistêmica Financeira*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. Tradução de *Futuro do Emprego*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Ortodoxia X Heterodoxia na Economia*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Formação e Mercado de Trabalho de Economistas*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Economia de Mercado de Capitais à Brasileira*. agosto 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política e Planejamento Econômico*. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política Econômica e Planejamento* Volume I. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política Econômica e Planejamento* Volume II. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Socialismo*. junho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Conduzir para não ser Conduzido – Crítica à Ideia de Financeirização*. maio 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Estudo do Plano Biden*. Blog Cidadania & Cultura. abril 2021

Thomas Piketty e outros. Tradução de extratos de: *Clivagens Políticas e Desigualdades Sociais*. abril 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Castas e Párias*. Blog Cidadania & Cultura. março de 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Finanças Comportamentais para Trabalhadores*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Por Uma Teoria Alternativa da Moeda*. Tese de Livre Docência, defendida 1994 e reeditada em março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução Comentada do livro de Richard Hildreth. *História dos Bancos*. março 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução de Resumo do livro de John Zysman. *Governos Mercados e Crescimento – Sistemas Financeiros e Política Industrial*. fevereiro 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos e Banquetas: Evolução do Sistema Bancário com Inovações Tecnológicas e Financeiras*. janeiro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Aprendizagem e Ensino de Economia*. dezembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Tradução e Resumo da História de Wall Street*. novembro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Breve História Comparativa de Bancos de Negócios*. Blog Cidadania e Cultura, novembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Metodologias em Economia: Apostila com Extratos de Traduções*. outubro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *O Trabalho: Capital Acumulado*. julho de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Grande Depressão Deflacionária*. junho 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Vamos Salvar o Brasil*. junho de 2020

RAY DALIO e outros. Tradução: *Populismo – Falar em Nome do Povo*. Junho 2020.

RAY DALIO. Tradução: *Crise da Grande Dívida*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Mercados e Planejadores Imperfeitos*. Blog Cidadania e Cultura; maio de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos Estatais sob Estado Mínimo*. Blog Cidadania e Cultura; abril de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Pensamento Sistêmico sobre Complexidade*. Campinas Blog Cultura e Cidadania; abril de 2020

Fernando Nogueira da Costa. *Capital e Dívida: Dinâmica do Sistema Capitalista*. março de 2020

Fernando Nogueira da Costa (org.). *Economia em Documentários: Coletânea de Textos para Discussão em Seminários*; março de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia em 10 Lições – 2a. Edição* fevereiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia Monetária e Financeira 2a. Edição* Revista janeiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Ciclo: Intervalo entre Crises*. 2019

A Professora (Maria da Conceição Tavares) e seu Livro. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Estado da Arte da Economia*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *A Vida está Difícil. Lide com Isso*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Crônicas Econômicas: debater, bater rebater e combater*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Pensar o Brasil no século XXI*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Intérpretes do Brasil*. 2018

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Sociologia e Comportamentos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Política*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História Geral*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História dos Povos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História do Brasil*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Finanças*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia Mundial*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Ciência e Filosofia da Mente*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Biografia e Futebol*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte de Comunicar*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte do Roteiro*

Fernando Nogueira da Costa – *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar*

Fernando Nogueira da Costa – *Métodos de Análise Econômica*

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino de Economia na Escola de Campinas – Memórias*

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos Públicos no Brasil. São Paulo: Editora FPA - Coleção FENAE; 2016.*

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino e Pesquisa em Economia*

Costa, F.N. (coord.), Costa, C.A.N., Oliveira, G.C. – *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil – 10.09.2010*

Fernando Nogueira da Costa – *Banco do Brasil 200 Anos 1964-2008*

Sobre o Autor

Fernando Nogueira da Costa é Professor Titular do IE-UNICAMP, onde é professor desde 1985.

Participou da direção estratégica de empresa pública como Vice-presidente de Finanças e Mercado de Capitais da Caixa Econômica Federal, entre fevereiro de 2003 e junho de 2007. No mesmo período, representou a Caixa como Diretor-executivo da FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos.

Publicou os livros *Ensaio de Economia Monetária*, em 1992, *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*, em 1999, finalista do Prêmio Jabuti, *Economia em 10 Lições*, em 2000 – esses dois com segunda edição digital –, *Brasil dos Bancos*, em 2012 pela EDUSP (Primeiro Lugar no XVIII Prêmio Brasil de Economia do COFECON - Conselho Federal de Economia em 2012 e finalista do Prêmio Jabuti 2013 na área de Economia, Administração e Negócios), *Bancos Públicos do Brasil (FPA-FENAE, 2016)*, *200 Anos do Banco do Brasil: 1964-2008* (2008, edição eletrônica), *Métodos de Análise Econômica* (Editora Contexto: 2018); *Ensino de Economia na Escola de Campinas: Memórias* (IE-UNICAMP: 2018); *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar* (IE-UNICAMP; 2018), cerca de oitenta livros digitais, inclusive traduções, muitos capítulos de livros e artigos em revistas especializadas. Coordenou e escreveu capítulos do livro sobre *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil* (ABECS).

Palestrante com inúmeras palestras em Universidades, Sindicatos, Associações Patronais, Bancos etc. Coordenador da área de Economia na FAPESP de 1996 a 2002.

Publicou artigos em jornais de circulação nacional. Atualmente, posta em conhecidos sites como GGN, Fórum 21 e A Terra é Redonda.

Seu blog (<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>), desde 22/01/2010, recebeu mais de 9,8 milhões visitas.