



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA**

**DANIELA FREDDO**

**BANCOS, INOVAÇÕES FINANCEIRAS E A AUTORIDADE  
MONETÁRIA NOS ESTADOS UNIDOS**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO APRESENTADA  
AO INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP  
PARA OBTENÇÃO DO TÍTULO DE MESTRE EM  
CIÊNCIAS ECONÔMICAS.**

**PROFA. DRA. MARIA ALEJANDRA CAPORALE MADI – ORIENTADORA**

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL DA  
DISSERTAÇÃO DEFENDIDA POR DANIELA FREDDO E  
ORIENTADA PELA PROFA. DRA. MARIA ALEJANDRA  
CAPORALE MADI.**

A handwritten signature in blue ink is written over a horizontal line. The signature is stylized and appears to read "Madi".

**CAMPINAS, 2011**

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA POR  
Ademir Giacomo Pietrosanto – CRB8/1766 -  
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA/UNICAMP**

F871b Freddo, Daniela, 1982-  
Bancos, inovações financeiras e a autoridade monetária nos Estados Unidos / Daniela Freddo . – Campinas, SP: [s.n.], 2011..

Orientador: Maria Alejandra Caporale Madi.  
Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas.  
Instituto de Economia.

1. Bancos. 2. Bancos centrais. 3. Política monetária - .  
Estados Unidos. I. Madi, Maria Alejandra Caporale, 1959--. II.  
Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. III.  
Título.

12-003-BIE

Informações para Biblioteca Digital

**Título em inglês:**

Banks, financial innovations and monetary authority in the United States.

**Palavras-chave em inglês:**

Banks

Central Banks

Monetary policy – United States.

**Área de concentração:**

**Titulação:**

Mestre em Ciências Econômicas

**Banca examinadora:**

Maria Alejandra Caporale Madi (orientador)

José Ricardo Barbosa Gonçalves

Orlando Assunção Fernandes

**Data da defesa:**

18/11/2011

**Programa de Pós-Graduação:**

Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluna: DANIELA FREDDO

**“Bancos, Inovações Financeiras e a Autoridade  
Monetária nos Estados Unidos”**

Defendida em 18 / 11 / 2011

**COMISSÃO JULGADORA**



**Prof. Dra. MARIA ALEJANDRA CAPORALE MADI**  
Orientadora – IE / UNICAMP



**Prof. Dr. JOSÉ RICARDO BARBOSA GONÇALVES**  
IE / UNICAMP



**Prof. Dr. ORLANDO ASSUNÇÃO FERNANDES**  
FAAP/SP



*Ao nonno Zeca, com amor e saudades.*



## **Agradecimentos**

Desde o momento em que me matriculei no Mestrado de Teoria Econômica da Unicamp, vários percalços colocaram-se no caminho para a realização deste trabalho. Decisões que mudariam para sempre minha trajetória tiveram de ser tomadas. Naquele momento, trabalhava na Caixa Econômica Federal por mais de cinco anos e, na dificuldade em conciliar novamente trabalho e estudo, optei pelo segundo. Gostaria de agradecer a todos que me aconselharam e se preocuparam comigo naquele momento da minha vida, mesmo que minha decisão final não tenha sido a mesma que me recomendaram. Algo todos tinham em comum, o meu melhor, por isso, minha gratidão.

Na minha trajetória na Caixa conheci muitas pessoas, várias das quais jamais esquecerei, deixo a elas um abraço.

Gostaria de agradecer aos meus colegas e amigos da graduação, pelos debates acalorados, em especial ao Jean Peres, à Patrícia Vicentin, ao Anselmo Rizante, ao Danylo Rocha, ao Diego Gonçalves, ao Édio Serafim, ao Leandro Góis, ao Tiago Braga, ao Fernando Ohashi e ao Rafael Ferraz. Também agradeço aos colegas do Mestrado, em especial, ao Caio Seconelo, ao Henrique Braga, ao Jaim Junior, ao Diego Barbosa, à Mariana Peralva, à Débora Módolo, à Elia Cia, ao Eduardo Azevedo, ao Guilherme Magacho, ao Igor Rocha, ao Roberto Borghi e ao Humberto Lima.

Gostaria de agradecer a todos os professores que cruzaram o meu caminho durante a minha formação. Cada um deles contribuiu um pouco para a estruturação deste trabalho. Em especial ao Professor Ricardo de Medeiros Carneiro, por incentivar o debate entre os alunos e por estender o aprendizado para além das fronteiras da sala de aula. Ao Professor Frederico Mazzucchelli, quem muito admiro, pela confiança, amizade e ensinamentos. Ao Professor Rodolfo Hoffmann, pelo amor que possui à arte de ensinar.

Gostaria de agradecer aos professores que participaram da banca, cujas leituras e sugestões foram essenciais para este trabalho. Agradeço ao Professor José Ricardo Barbosa, ao Professor Orlando Fernandes, ao Professor André Biancareli, ao professor Giuliano Oliveira e ao Professor Marcos Cintra, quem me prestou gentilmente assistência, sanando dúvidas e

apresentando bibliografias vitais para a formulação deste trabalho. E, também, à equipe da Secretaria Acadêmica do Instituto de Economia.

Gostaria especialmente de agradecer a Professora Maria Alejandra Caporale Madi, pela minuciosa orientação. Pelas leituras, releituras e sugestões. Pelo trabalho, paciência, compromisso, responsabilidade, pontualidade e dedicação. Ela foi essencial para que eu cumprisse esta etapa de minha carreira acadêmica.

Agradeço a Funcamp e a Fecamp por financiarem este trabalho.

Também agradeço aos meus amigos que em determinados momentos da minha vida foram minha família. Agradeço à/ao Amanda Candeias, Lara Bacellar, Elaine Leite, Estela Del Chiaro, Paula Lanthiez, Janaína Alfredo, Laraine Alfredo, Karina Thomazella, Terylu Quitagawa, Fernanda Quintela, Matthias Ammann, Daniel Eloi, Suyen Abrantes e José Luiz Corbanezi.

Agradeço a toda minha família, tios, primos e primas. Em especial, aos meus progenitores, à minha avó Maria Benedita de Lima, à minha nonna Duzolina Anselmo Freddo, e ao meu nonno Ernestino José Freddo, conhecido por Zeca. Por meio de meus pais, eles me transmitiram seus valores e são responsáveis por quem eu sou. Agradeço aos meus irmãos Fernanda Freddo e Silva e Felipe José Freddo, pelo carinho fraternal que nos une.

Agradeço aos meus pais, Izabel Cristina Freddo e Ernestino José Freddo Jr. Pela base material e afetiva necessária para crescer e por serem a minha principal referência.

Por fim, ao André Calixtre, meu sentido. Não há palavras que expressem a sua importância no cumprimento desta etapa de minha vida, por isso, digo apenas, muito obrigada.

## Resumo

O objetivo desta dissertação é examinar as transformações do sistema bancário norte-americano, no período 1930-2008, sob a ótica do negócio bancário: o banco é visto como agente central no processo de acumulação de capital. Analisam-se, neste trabalho, as tensões entre a ação regulatória e de política monetária do *Federal Reserve* e as estratégias de mercado dos bancos norte-americanos em conjunturas selecionadas: a Reforma Financeira da década de 1930; o período de inovações financeiras nos anos 1960 e 1970; a crise de Bretton Woods; o cenário caracterizado pelo *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999; a crise financeira iniciada em 2007; e possíveis impactos na estrutura financeira da economia norte-americana derivados da Lei Dodd Frank (2010).

Entende-se que o marco regulatório firmado na década de 1930, nos Estados Unidos, cujo objetivo era evitar que crises financeiras profundas pudessem acontecer novamente, criou um período de bloqueio ao exercício do negócio bancário no mercado de capitais e, ao mesmo tempo, permitiu que os negócios neste último se desenvolvessem com maior liberdade. Como consequência houve impactos na divisão dos ativos financeiros entre os intermediários bancários e não-bancários. O período de Bretton Woods favoreceu um ambiente de concorrência no setor financeiro, o qual impulsionou o processo de inovações bancárias com impactos nas possibilidades de acumulação de capital nas órbitas financeira e industrial. Após a década de 1970, reafirma-se a tendência à superação dos bloqueios à expansão do negócio bancário, resultantes do marco regulatório que emergiu em 1930. Consolida-se, portanto, a dominância dos fundamentos de mercado na dinâmica financeira norte-americana. Pelo *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, legitimam-se as inovações financeiras que possibilitaram o avanço dos bancos nos mercados de capitais. Nessa perspectiva, a crise financeira iniciada em 2007 e generalizada em 2008 é vista como consequência do processo de desregulamentação financeira.

Palavras-chave: Negócio Bancário; Inovações Financeiras; Banco Central; Regulação.



***Abstract:***

*This dissertation's objective is to examine the North-American banking system's transformations during the period between 1930 and 2008, when banks turned out to be the main agents of the capital accumulation process. It is analyzed the tensions between the Federal Reserve – considering both the monetary policy and regulatory actions – and the banks' strategies in selected periods: the 1930s Financial Reform; the financial innovations in the 1960s and 1970s; the Bretton Woods crisis; the 1999 Gramm-Leach-Bliley Act; the 2007/2008 financial crisis; besides the 2010 Dodd Frank Act.*

*It is assessed that the regulatory framework established during the 1930s not only aimed to avoid that deep financial crisis could happen again but also created restrictions on the banking activity toward the capital market. Nevertheless, the Bretton Woods period favored an increase in the financial sector's competition that turned out to enhance banks' innovations in both credit and capital markets. As a result, after the 1970s, the banking activity overcame the 1930s regulatory constraints and the market fundamentals' preeminence was consolidated in the North-American financial dynamics. Through the 1999 Gramm-Leach-Bliley Act, a deregulated financial system was institutionalized. Under this perspective, the financial crisis that begun in 2007 and was generalized in 2008 is understood as a consequence of the financial deregulation process.*

*Key-words: Banking Activity; Financial Innovations; Central Bank; Regulation*



## Lista de Tabelas

Tabela 1: Ativos dos bancos comerciais norte-americanos de 1952-1959, em porcentagem do ativo financeiro total.....	58
Tabela 2: Passivos dos bancos comerciais norte-americanos de 1952-1959, em porcentagem do passivo financeiro total e PL.....	59
Tabela 3: Ativos dos bancos comerciais norte-americanos de 1960-1973, em porcentagem do ativo financeiro total.....	60
Tabela 4: Passivos dos bancos comerciais norte-americanos de 1960-1973, em porcentagem do passivo financeiro total e PL.....	61
Tabela 5: Participação das Instituições Financeiras na Composição do Total dos ativos financeiros .....	68
Tabela 6: Participação dos Instrumentos de Crédito externos a firma (%) - Empresas não financeiras e não agrícolas - Anos Selecionados .....	92
Tabela 7: Participação das Instituições Financeiras na Composição do Total dos ativos financeiros .....	102
Tabela 8: Mercado de Crédito - Crescimento do débito por setor (%); Com ajustes sazonais.....	135

## Lista de Gráficos

Gráfico 1: Taxa de Juros: Federal Funds – 1975 a 1986.....	54
Gráfico 2: Taxa de Juros: Federal Funds – 1975 a 1986.....	106
Gráfico 3: Taxa de Juros: Federal Funds – 2000 a 2010.....	130



## Sumário

Introdução.....	1
Capítulo 1 – Crédito e Bancos no capitalismo monopolista.....	7
1.1 – Introdução .....	7
1.2 – A criação e a importância do dinheiro bancário.....	8
1.2.1 – A moeda como unidade de conta e meio de pagamento .....	9
1.2.2 – Criação de moeda bancária e os limites a sua expansão .....	13
1.2.3 – A moeda como reserva de valor .....	20
1.2.4 – Movimentos dos depósitos em relação à circulação financeira e industrial.....	24
1.3 – As finanças modernas nos Estados Unidos.....	32
1.3.1 – A Reforma Financeira dos anos 1930.....	35
1.4 – Tensões entre bancos e Autoridade Monetária.....	41
Capítulo 2 – Atividade bancária em Bretton Woods: concorrência, inovação e limites da atuação do Federal Reserve .....	45
2.1 – Introdução .....	45
2.2 – A expansão da atividade bancária no período de Bretton Woods .....	46
2.2.1 – O negócio bancário .....	47
2.2.2 – Evolução Patrimonial dos Bancos Comerciais.....	56
2.2.3 – As estratégias bancárias e as condições de concorrência no mercado financeiro.....	68
2.3 – Limites da atuação do Fed .....	72
2.4 – Em direção à fragilização financeira .....	75
Capítulo 3 – Crise de acumulação, crise financeira e o avanço dos bancos no mercado de capitais, nos anos 1970 .....	77
3.1 – Introdução .....	77

3.2 – Bancos e o ciclo de investimento .....	77
3.2.1 – A moeda bancária no processo de investimento e financiamento .....	78
3.2.2 – Bancos, crise de investimento e crise financeira. ....	83
3.3 – A fragilização do processo de acumulação e a crise de Bretton Woods .....	90
3.3.1 – O fim do regime de acumulação fordista e a crise de Bretton Woods .....	90
3.3.2 – A crise inflacionária.....	94
3.3.3 – O avanço do sistema bancário no mercado de capitais e a consolidação do <i>Money Manager Capitalism</i> .....	102
3.4 – Desregulamentação e avanços dos bancos no mercado de capitais.....	109
Capítulo 4 – “Reafirmação dos Mercados” e a dominância dos bancos .....	111
4.1 - Introdução.....	111
4.2 – O novo contexto institucional: <i>Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act</i> e o <i>Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act</i> .....	112
4.3 – Desregulamentação e o negócio bancário .....	116
4.3.1 – Securitização e risco sistêmico .....	117
4.3.2 – O crédito como motor da expansão e os limites do Fed.....	126
4.3.3 – A crise de liquidez .....	132
4.4 – Os limites da Lei Dodd-Frank (2010).....	137
5 – Considerações Finais.....	141
Referências .....	147

## Introdução

O objetivo desta dissertação é examinar as transformações do sistema bancário norte-americano, no período 1930-2008, sob a ótica do negócio bancário: o banco é visto como agente central no processo de acumulação de capital. Analisam-se, neste trabalho, as tensões entre a ação regulatória e de política monetária do *Federal Reserve* e as estratégias de mercado dos bancos norte-americanos em conjunturas selecionadas: a Reforma Financeira de 1930; as inovações financeiras nos anos 1960 e 1970; a crise de Bretton Woods; o cenário caracterizado pelo *Gramm-Leach-Bliley Act* (1999); a crise financeira iniciada em 2007; e possíveis impactos, na estrutura financeira da economia norte-americana, derivados da Lei Dodd Frank (2010). Desse modo, pretende-se discutir momentos considerados essenciais na caracterização do negócio bancário ao longo do período analisado.

Parte-se do pressuposto que o negócio bancário moderno nos Estados Unidos “é a gestão financeira geral e que a dominação financeira da indústria capitalista é exercida fundamentalmente pelos bancos” (Hobson; 1996; 252). Entende-se que o marco regulatório firmado na década de 1930 nos Estados Unidos criou um período de bloqueio ao exercício do negócio bancário. O período de Bretton Woods favoreceu um ambiente de concorrência no setor financeiro que impulsionou o processo de inovações bancárias com impactos nas possibilidades de acumulação de capital nas órbitas financeira e industrial. Após a década de 1970, consolida-se a dominância dos fundamentos de mercado na dinâmica financeira, reafirmando-se a tendência à superação dos bloqueios que resultaram do marco regulatório que emergiu em 1930, cujo objetivo principal era evitar que crises financeiras profundas pudessem acontecer novamente.

Os bancos são especiais por exercerem funções que os distinguem de qualquer outra instituição do mercado financeiro. São, ao mesmo tempo, criadores de moeda e intermediários financeiros, servindo de ponte entre a esfera produtiva e a financeira. Participam ativamente dos sistemas de pagamento. São fontes de instabilidade, porque como emitem a moeda-crédito, alavancam-se com recursos de terceiros. Eles têm a capacidade de monetizar os títulos de crédito de seus devedores, uma vez que, os depósitos à vista são utilizados como meio de pagamento (Freitas; 2010; p. 235), os bancos buscam reter a moeda-crédito dentro do sistema bancário.

Ademais, os ativos destas instituições, em geral, têm prazo mais longo do que seus passivos, obrigando-as buscar meios de captação para evitar problemas de iliquidez.

A importância do banco é crucial ao funcionamento da economia capitalista, pois, como criadores de moeda, eles possibilitam a flexibilidade e liquidez do sistema. São elementos-chave no financiamento do gasto, da demanda efetiva, cujo resultado produz a renda, o lucro, o emprego e a riqueza da sociedade. A relação dos bancos comerciais com a Autoridade Monetária, os outros intermediários, as firmas não financeiras e as famílias está na base dos ciclos de expansão e crise do sistema capitalista.

O componente tipicamente cíclico do gasto é o investimento, cujos frutos são a produção de mercadorias na economia, as quais precisam ser socialmente validadas na circulação industrial. Só assim, as apostas feitas no passado são legitimadas no presente e pode-se continuar o ciclo do investimento. Existe uma complexa relação intertemporal presente nas decisões de investir dos agentes. Simplificadamente, para que o investimento seja feito hoje, precisa, ao mesmo tempo, que aquele realizado no passado seja validado, para cancelar suas dívidas correspondentes, e da expectativa otimista relativa àquele a ser feito no futuro.

Os bancos, como fornecedores de liquidez, permitem, ou não, a criação da riqueza, caso o investimento seja realizado. E se ele o for, este carrega consigo um rastro de dívidas (Belluzzo & Almeida; 2002). Pois, normalmente, é financiado via crédito fornecido pelos bancos que centralizam e alocam os recursos existentes na economia. Por este motivo, as instituições bancárias são as responsáveis pelo aumento do endividamento e, então, da vulnerabilidade da economia. A forma como o investimento é financiado é essencial para se compreender a instabilidade gerada no sistema (Minsky; 2008a).

Devido às turbulências que os bancos podem causar ao sistema financeiro eles são submetidas às restrições impostas pela Autoridade Monetária que detém o papel de salvaguardar a estabilidade do sistema. Os bancos comerciais e a Autoridade Monetária têm uma relação que é complementar na gestão da moeda de crédito, mas com muitas tensões.

Complementar, porque a moeda que criam só pode ter validação social, dentro de um sistema hierarquizado de moedas, em que o Estado, por meio da Autoridade Monetária, garante a conversibilidade da moeda privada bancária em moeda estatal e a convenção monetária (Freitas; 2010; p. 235). A Autoridade Monetária unifica, no espaço nacional, as diferentes moedas de emissão privada do sistema bancário, garantindo-as como se fossem moeda de emissão pública. Quando salvaguarda o sistema monetário privado, agindo como prestador de última instância, a Autoridade Monetária transforma tais moedas, de fato, em estatal. O que possibilita a existência da moeda de emissão privada, justificada pela função social dos bancos de serem os financiadores do investimento.

As tensões se manifestam porque a Autoridade Monetária circunscreve, por meio da regulação, a área de atuação em que os bancos podem operar, a fim de evitar a instabilidade financeira. E, também, a Autoridade Monetária pode afetar as condições de concorrência, gestão patrimonial e rentabilidade por meio dos instrumentos de política monetária. Devido às funções dos bancos de criadores de moeda e de intermediários financeiros, eles sofrem dupla restrição de suas atividades. Na busca do lucro, a atividade bancária procura extrapolar estes limites, por meio de inovações. No entanto, o processo de inovações financeiras, normalmente, não é acompanhado pelo desenvolvimento de novas ferramentas de regulamentação, o que causa recorrentes crises no sistema.

A intervenção estatal nos mercados, via regulamentação financeira, é benéfica para a manutenção da estabilidade do sistema. Caso os Bancos Centrais atuem como prestadores de última instância, em um arcabouço institucional não regulamentado, estas intervenções, apesar de necessárias para se evitar a deflação dos ativos, podem aguçar o risco moral. Os participantes do mercado arriscam-se mais porque sabem que terão ajuda da Autoridade Monetária, em momentos de incerteza e crise. A intervenção estatal, portanto, para funcionar com equilíbrio, teria de abranger o sistema econômico durante todo o ciclo econômico e não apenas na crise.

No primeiro capítulo da dissertação, examinam-se, sob a ótica da teoria monetária keynesiana, as inter-relações da moeda, do crédito e dos bancos no capitalismo monopolista. Investigam-se as ambiguidades da moeda nas suas faces pública e privada e a complexa relação

entre bancos comerciais e Autoridade Monetária, destacando as maneiras complementar e as tensões que nela se manifestam. Na segunda parte do capítulo, são apresentadas as relações entre bancos e finanças modernas nos Estados Unidos. Faz-se uma análise acerca de como o marco regulatório instaurado em 1930 influenciou a concorrência entre intermediários financeiros e, conseqüentemente, o processo de inovação na economia norte-americana.

No segundo capítulo, objetiva-se um exame do negócio bancário em uma economia cujos princípios de defesa do mercado e da concorrência são o fundamento do seu funcionamento. Avaliam-se os riscos aos quais os bancos estão submetidos e de suas estratégias de atuação. Examina-se a atividade bancária durante o período de Bretton Woods, com ênfase nas décadas de 1950 e 1960. Foi neste período que se iniciou e se consolidou o *liability management* na atuação dos bancos norte-americanos, desencadeando um abundante processo de inovação financeira, cujos mecanismos serviram como combustível para a expansão da moeda bancária. E, como contrapartida, houve um crescimento da dificuldade do Banco Central norte-americano, o *Federal Reserve* (Fed), em executar política monetária.

No terceiro capítulo, é feita a análise das relações entre a crise de acumulação de Bretton Woods e o avanço dos bancos nos mercados de capitais. Serão examinadas, também, as especificidades da crise do regime de acumulação fordista, nos Estados Unidos, levando em conta suas características, como o processo inflacionário e a atuação do Fed como emprestador de última instância. Como fator determinante das transformações observadas nesse período de crise, está o avanço dos bancos no mercado de capitais e, relacionado a este processo, a internacionalização do capital, em decorrência do desenvolvimento do mercado de eurodólares.

Por fim, no quarto capítulo, examina-se o negócio dos bancos no *Money Manager Capitalism* e a crise financeira mundial, iniciada em 2007, nos Estados Unidos, com o colapso das hipotecas do *subprime*. Esta crise é vista como uma consequência da desregulamentação institucionalizada do mercado financeiro. Discute-se, neste contexto, o *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, o qual eliminou parte do *Glass Steagall Act*, de 1933, como o ápice do processo de desregulamentação, colocando fim à separação existente entre bancos comerciais, bancos de investimento e companhias de seguro. Possibilitando que muitas práticas de inovações

financeiras, que geram a instabilidade do sistema, fossem validadas. Procura-se destacar os negócios bancários que reafirmam a importância dos princípios de mercado como fundamento da atividade econômica.



# Capítulo 1 – Crédito e Bancos no capitalismo monopolista

## 1.1 – Introdução

Neste capítulo, procura-se examinar a relação existente entre os bancos, o dinheiro e o crédito. A mediação teórica, feita no decorrer do capítulo, parte da premissa keynesiana de que a expansão monetária, na economia, é derivada, principalmente, da atuação do sistema bancário, devido à faculdade que os bancos possuem de criar dinheiro, a moeda-crédito, além de serem também intermediários financeiros, centralizando e alocando os recursos da sociedade. Por esta razão, podem conceder flexibilidade e dinâmica ao sistema capitalista, ao possibilitarem o financiamento do investimento e fazerem a ligação entre a esfera real e financeira. No entanto, essa função dos bancos gera endogenamente a fragilidade e a instabilidade do sistema econômico, pelo aumento do endividamento.

Para se entender o papel dos bancos, primeiramente será analisada a moeda nas suas funções como unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. Examinar-se-á como suas diferentes funções antagonizam-se entre si. Conforme ensinam Belluzzo & Almeida (2002; p. 27-8), de um lado ela representa um bem público, como unidade de conta e meio de pagamento; e por outro, ela representa o “objeto de desejo dos homens”<sup>1</sup> quando está na sua função de reserva de valor. Portanto, nada garante que o processo social de circulação das mercadorias, não será interrompido pelo entesouramento da moeda. O cerne de qualquer crise monetária está presente na ruptura da circulação de mercadorias relativa à esfera real.

Essas contradições da moeda perpassam o sistema bancário, já que os bancos são emissores de moeda-crédito. Esta, no entanto, devido ao seu caráter de emissão privada e corresponder a uma dívida, tem apenas a função social de meio de pagamento no processo de circulação de mercadorias e não é, em última instância, reserva de valor. Ela só cria riqueza para a sociedade quando os créditos que iniciaram o ciclo de investimento são cancelados. A crise ocorre quando a confiança na moeda-crédito é colocada em xeque.

---

<sup>1</sup>(KEYNES; 1982; 184)

Para diminuir a instabilidade causada pelo duplo papel da moeda, a Autoridade Monetária, por meio da unificação de todas as diferentes moedas de emissão privada, assegura a validade social da moeda-crédito, garantindo que ela seja representante da riqueza. Porém, conforme será analisado, a relação entre Autoridade Monetária e bancos comerciais ocorre sob muitas tensões.

Além das funções dos bancos de serem intermediários financeiros e emissores de moeda-crédito, será analisado o importante fato de atuarem como “operadores das mudanças patrimoniais”, conforme destacam Belluzzo & Almeida (2002; p. 53), uma vez que são responsáveis pelas alterações referentes ao direito sobre a riqueza e títulos financeiros. Não é a posse do ativo real em si que troca de proprietário quando os bens reais são hipotecados, mas sim os títulos que representam este ativo real, ou seja, a riqueza na forma abstrata. O gerenciamento da transferência de propriedade dos ativos financeiros, e indiretamente dos ativos reais, é feito, em parte, pelos bancos comerciais. Além de os bancos financiarem a riqueza por meio da expansão do crédito, ela, depois de criada, tende a ser por eles gerida, tornando a atividade bancária essencial à existência e ao desenvolvimento do capitalismo monolista.

Para atingir os objetivos propostos, neste capítulo serão analisadas: a criação da moeda e suas funções; a relação existente entre as esferas industrial e financeira; a capacidade de o Banco Central limitar a expansão da oferta monetária e atividade bancária. Por último, será introduzido o papel dos bancos na estrutura do capitalismo norte-americano, fazendo a mediação entre a teoria monetária aqui desenvolvida e a evolução patrimonial do sistema bancário norte-americano durante as décadas do pós-guerra, no capítulo seguinte.

## **1.2 – A criação e a importância do dinheiro bancário**

Este tópico procura analisar a criação e a importância do dinheiro bancário, sob a ótica desenvolvida por Keynes, em *A Treatise on Money (1930) – The Pure Theory of Money* e como que as três funções do dinheiro (unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor)

permitem o advento da moeda bancária, ao mesmo tempo em que, estes papéis se antagonizam e instabilizam a economia.

No primeiro subitem serão examinadas as funções da moeda como meio de pagamento e unidade de conta, e, também, a maneira que por meio delas teria surgido o dinheiro bancário. O segundo analisa o modo de criação do dinheiro bancário e a possibilidade de limites a sua expansão. No terceiro, será vista a função reserva de valor e como ela atua para instabilizar o sistema capitalista por meio das turbulências derivadas dos papéis público e privado que desempenha.

### *1.2.1 – A moeda como unidade de conta e meio de pagamento*

Em 1930, quando publicou *A Treatise on Money*, Keynes já reconhecia a essencialidade do dinheiro bancário para o funcionamento da economia capitalista. Para este autor, a criação do dinheiro bancário origina-se nos contratos. Primeiramente, o dinheiro como unidade de conta (“*money of account*”), teria surgido da necessidade de se dar um denominador comum aos preços e contratos que estabeleciam pagamentos futuros. O dinheiro propriamente dito (“*money itself*”) como medida geral da riqueza e reserva de valor tem sua existência derivada do conceito de dinheiro como unidade de conta, já que é condição necessária para expressar o valor das dívidas e dos preços. Para elucidar a diferença entre dinheiro como unidade de conta e dinheiro propriamente dito, Keynes (1971; p. 3) diz que o primeiro seria a descrição de um título (“*description of title*”) e o segundo seria o objeto que corresponde àquela descrição (“*the thing which answers to the description*”). Com a constituição dos Estados modernos e soberanos, estes passaram a determinar qual o dinheiro que corresponde à determinada descrição, além de terem o poder, pela lei, de obrigar o cumprimento dos contratos. A determinação do dinheiro é poder do Estado:

*The state (...) comes in first of all as the authority of law which enforces the payment of the thing which corresponds to the name or description of the contract. But it comes in doubly when, in addition, it claims the right to determine and declare **what thing** corresponds to the name, and to vary its declaration from time to time – when, that is to say, it claims the right to re-edit the dictionary (KEYNES; 1971; p.4)<sup>2</sup>.*

Ao continuar a análise dos diferentes tipos de dinheiro, Keynes explica que, do dinheiro como meio de pagamento e denominador comum de dívidas, surge o dinheiro bancário, isto é, um reconhecimento de dívida privada que substitui o uso do papel moeda na circulação de mercadorias, gerenciado pelos bancos comerciais: “*bank money is **simply an acknowledgement of a private debt, expressed in the money of account, which is used by passing from one hand to another, alternatively with money proper, to settle a transaction**”<sup>3</sup> (Keynes; 1971; p. 5). No entanto, o autor deixa claro que “*they [os reconhecimentos de dívida] are not money proper*”<sup>4</sup> (Keynes; 1971; p. 5). Ou seja, o dinheiro bancário é uma **expressão** do dinheiro propriamente dito, neste ponto está o cerne das tensões e instabilidade do sistema capitalista.*

É importante destacar que as funções de unidade de conta e meio de pagamento, atrelam-se com o caráter social do dinheiro. Porque elas possibilitam que o dinheiro sirva de intermediário nas transações de compra e venda dos bens. Mesmo que o dinheiro bancário seja objeto de criação monetária privada, ele desempenha um papel coletivo e social, fato apenas possível, pela confiança que a sociedade deposita na capacidade deste dinheiro representar o valor das mercadorias.

Segundo Keynes, haveria ainda outra transformação sofrida pelo dinheiro, ela aconteceria quando o dinheiro bancário deixasse de reproduzir um débito privado e passasse a representar uma dívida do Estado. Esta nova forma do dinheiro é denominada dinheiro representativo (“*representative money*”) (Keynes; 1971; p. 6): “*A particular kind of bank money is then transformed into money proper – a species of money proper which we may call*

---

<sup>2</sup> “O Estado (...) apresenta-se, primeiramente, como a autoridade da lei a qual obriga o pagamento do objeto que corresponde ao nome e a descrição do contrato. Mas apresentam-se em dobro quando, ademais, ele reivindica para si o direito de determinar e declarar qual objeto corresponde ao nome, e também, o direito de variar esta declaração de tempos em tempos – ou seja, quando ele reivindica o direito de reeditar o dicionário”.

<sup>3</sup> “dinheiro bancário é simplesmente um **reconhecimento de dívida privada**, utilizado para passar de mãos em mãos, no lugar do dinheiro propriamente dito, para liquidar uma transação”.

<sup>4</sup> “os reconhecimentos de dívida privada não são dinheiro propriamente dito”.

*representative money*”<sup>5</sup>. Vale ressaltar que é pelo dinheiro representativo, ou seja, pelo poder do Estado, que parte do dinheiro bancário se torna dinheiro propriamente dito, deixando de ser somente um reconhecimento de dívida privada.

O Estado usa de suas prerrogativas para declarar que tal dívida é um passivo aceitável pelo público – emitindo e negociando títulos – e um tipo particular de dinheiro bancário transforma-se em dinheiro do Estado e, então, como dinheiro propriamente dito. Este novo dinheiro não pode ser definido meramente como reconhecimento de dívida, uma vez que a dívida estatal não pode ser executada em termos diferentes do que ela própria representa, e a privada sim, o que a impede a última de vir a ser dinheiro propriamente dito, nas palavras do autor (Keynes; 1971; p. 6):

*When, however, what was merely a debt has become money proper it has changed its character and should no longer be reckoned as a debt, since it is the essence of a debt to be enforceable in terms of something other than itself. To regard representative money, even when it conforms to an objective standard, as being still a debt will suggest false analogies*<sup>6</sup>.

Ainda segundo análise do autor, o dinheiro propriamente dito poderia assumir três diferentes formas: *commodity money*, *fiat money* e *managed money*. As duas últimas são subespécies do dinheiro representativo, ou seja, da transformação do dinheiro bancário em dinheiro propriamente dito (Keynes; 1971; p. 6). Abaixo segue a definição apresentada pelo autor, de cada uma delas:

a) ***Commodity money***, ou dinheiro mercadoria, é composto de unidades de uma mercadoria não monopolizada, como o ouro, que foi escolhida para ter funções de dinheiro, uma vez que possui características essenciais para representá-lo: a escassez de oferta e alto custo de produção. Esta modalidade de dinheiro tem valor fixado em termos de um padrão objetivo.

---

<sup>5</sup> “Um tipo particular de dinheiro bancário é então transformado em dinheiro propriamente dito – espécies de dinheiro propriamente dito o qual devemos chamar de dinheiro representativo”.

<sup>6</sup> “Quando, entretanto, aquilo que era meramente um débito se torna dinheiro propriamente dito, este débito tem suas características transformadas e não deve mais ser reconhecido como um débito, uma vez que a essência de um débito é ser convertido pela lei em outra coisa diferente do que ele é. Conceber o dinheiro representativo, mesmo quando ele se torna um padrão objetivo, como um débito sugere falsas analogias”.

b) *Fiat money*, ou dinheiro fiduciário, é criado e emitido pelo Estado, mas não é conversível pela lei, em nada além dele mesmo, e não tem valor fixado em termos de um padrão objetivo, é dinheiro representativo ou simbólico, sem lastro.

c) *Managed money*, ou dinheiro administrado, assim como o dinheiro fiduciário, é representativo, porém pode ser conversível em padrão objetivo de valor. Seu gerenciamento e sua emissão são controlados pelo Estado. O dinheiro administrado é, segundo o autor, uma forma híbrida dos dois tipos anteriores, por obter um padrão de valor e ser representativo. Por esta razão, seria o mais complicado de ser compreendido, ele flutua entre o dinheiro mercadoria e o dinheiro fiduciário. E, esta seria a forma mais geral e usual que o dinheiro apresentava, na época em que escreveu. De acordo com Keynes (1971; p. 7):

*Moreover, managed money is, in a sense, the most generalised form of money – which may be considered to degenerate into commodity money on the one side when the managing authority holds against it 100 per cent of the objective standard, so that is in effect a warehouse warrant, and into fiat money on the other side when it loses its objective standard<sup>7</sup>.*

Belluzzo & Almeida (2002; p. 32) apontam que nos sistemas monetários contemporâneos prevalece o uso do dinheiro fiduciário: “Os sistemas monetários contemporâneos são fiduciários, na medida em que seu funcionamento e reprodução estão fundados na confiança dos possuidores de riqueza quanto à observância, pelos bancos centrais, das regras e práticas que impõem limites à monetização das dívidas privadas e públicas”. A frente, será retomada a questão da confiança na moeda.

Existem então, segundo Keynes, quatro tipos de meio de troca que funcionam como dinheiro: dinheiro mercadoria, dinheiro administrado, dinheiro fiduciário e dinheiro bancário. Destes quatro, três são dinheiro propriamente dito e um não, sendo este reconhecimento de dívida privada (dinheiro bancário) e, exceto o dinheiro mercadoria, os outros são derivados do dinheiro representativo. E duas instituições que produzem dinheiro, o Estado (dinheiro mercadoria, dinheiro administrado e dinheiro fiduciário) e os Bancos Comerciais (dinheiro administrado, dinheiro fiduciário e dinheiro bancário). É importante frisar que nem todo dinheiro bancário

---

<sup>7</sup> “Ademais, o dinheiro administrado é, em um sentido, a forma mais generalizada de dinheiro – a qual pode se degenerar, por um lado, em dinheiro mercadoria, quando a autoridade monetária mantém como reserva 100% do seu padrão objetivo, então, na verdade, trata-se de um estoque de garantia, e, por outro lado, em dinheiro fiduciário quando ele perde o seu padrão objetivo”.

transforma-se automaticamente em dinheiro propriamente dito, como explicado acima, isto apenas ocorre quando o Estado é o responsável, ou se responsabiliza – atuando como prestador de última instância para conter uma crise financeira, por exemplo – pela dívida que originou o dinheiro bancário.

### 1.2.2 – Criação de moeda bancária e os limites a sua expansão

Originalmente, segundo Keynes (*Treatise on Money*), os Bancos Comerciais iniciaram seus negócios exercendo três atividades: trabalhar no mercado de metais preciosos, enviando dinheiro de um país a outro e como intermediários financeiros; tomar emprestado dinheiro do público em geral; e investir este dinheiro discricionariamente, sob seus próprios riscos. Esta terceira atividade é a qual garante aos bancos a capacidade de criar dinheiro, e, por isso, é a que interessa analisar, neste trabalho.

Sobre a criação de depósitos, Keynes afirma que o banco cria direitos de saque contra si mesmo de duas maneiras: uma é criada em favor de depositantes individuais, quando o banco recebe deles papel moeda ou uma ordem de pagamento, como o cheque, criando depósitos de **forma passiva**. Explica o autor: “*A member of the public comes along with cash in his pocket or with a cheque drawn on a bank, which he hands in on the understanding that he is entitled in return to a claim to cash (i.e. a deposit) which he can either exercise or transfer to someone else*”<sup>8</sup> (Keynes; 1971; p. 20-21). Esta criação de depósitos se relaciona com a função dos bancos de serem intermediários financeiros.

A outra acontece de **forma ativa** quando o banco adquire ativos e paga por eles, num primeiro momento, emitindo um direito de saque contra si mesmo, com uma promessa de pagamento. Neste caso, existe uma “precedência da criação analítica do crédito sobre os depósitos bancários” (Madi; 1993; p. 47). Este tipo de criação de depósitos se relaciona com a função dos bancos de serem criadores de moeda. Em ambos os casos, o banco cria depósitos

---

<sup>8</sup> “Um membro do público vem com dinheiro em papel-moeda em seu bolso ou com um cheque de outro banco, o qual ele mantém, sob o entendimento de que este cheque lhe concede o direito de trocá-lo por papel moeda (como um depósito), o qual ele pode exercer ou transferir para outra pessoa”.

tanto pela promessa de pagamento como por meio do recebimento de depósito. Por não haver, no primeiro, uma operação de crédito subjacente, apenas no segundo há criação de moeda bancária. Considerando que o ativo adquirido pelo banco seja um título de crédito e o pagamento por ele um depósito na conta do tomador/vendedor, cria-se, então, meio de pagamento.

Os bancos trabalham criando ou cancelando depósitos, conforme descrito, porque tiveram direitos de saque exercidos, que podem tanto ser retirados em dinheiro ou transferidos para outros bancos. Como ressaltam Belluzzo & Almeida (2002; p. 37; grifo nosso), “o ‘salto’ teórico keynesiano, em essência, está na compreensão de que, numa economia monetária dotada de um avançado sistema de crédito, a demanda de moeda é **fundamentalmente demanda de depósitos bancários**”, ou seja, a capacidade de os bancos expandirem a oferta monetária advém do fato de que o dinheiro é retido no sistema bancário, pouca é a demanda por papel moeda em proporção à quantia de recursos utilizada para efetuar as transações financeiras, o público se contenta com o direito sobre o depósito.

Nas palavras de Keynes (1971; p. 20):

*(...) the transference of claims to money may be just as serviceable for the settlement of transactions as the transference of money itself. It follows that members of the public, when they have assured themselves that this is so, will often be content with the ownership of transferable claims without seeking to turn them into cash<sup>9</sup>.*

Como parte dos direitos de saque contra os bancos serão liquidados mediante transferência para outro banco, e parte em papel moeda, isto é, um banco está “*constantly receiving cash and paying out cash, and it is constantly receiving claims **against** other banks and having to meet claims **from** other Banks*”<sup>10</sup> (Keynes; 1971; p. 20), então, infere-se que o grande problema da administração da firma bancária seria equilibrar os fluxos de entrada e saída de recursos.

Keynes destaca a importância da interdependência existente entre os bancos do sistema. Ressalta que a criação ativa de depósito tem de ter uma relação proporcional com a

---

<sup>9</sup> “A transferência de direitos ao dinheiro pode ser tão útil para a liquidação de transações quanto à transferência de dinheiro propriamente dito. Quando os membros do público se asseguram desta substituição, eles, na maioria das vezes, estarão satisfeitos em deter a propriedade de direitos de transferência sem procurar convertê-las em papel moeda”.

<sup>10</sup> “constantemente recebendo e pagando dinheiro, e está constantemente recebendo demandas contra outros bancos e quitando demandas recebidas de outros bancos”.

passiva, ou seja, a criação de moeda bancária (forma ativa) tem de ter relação com as reservas dos bancos (forma passiva). E existe uma inter-relação de ambos, normalmente, quando um banco cria moeda bancária, outro a receberá na forma passiva. Vale salientar, também, que, enquanto a primeira forma fragiliza o banco, por aumentar a sua necessidade de reserva, a segunda o fortalece. Por isso, é importante a ação coordenada no sistema bancário, caso uma dessas instituições siga num passo mais acelerado que os outros na criação de moeda, ele se enfraquece em relação aos outros, por isso, normalmente, a estratégia é acompanhar os vizinhos:

*Every move forward by an individual bank weakens it, but every such movement by one of its neighbour banks strengthens it; so that if all move forward together, no one is weakened on balance. Thus the behaviour of each bank, though it cannot afford to move more than a step in advance of the others, will be governed by the average behaviour of the bank as a whole – to which average, however, it is able to contribute its quota small or large (Keynes; 1971; p. 23)<sup>11</sup>.*

Se um banco criar depósitos isoladamente sofrerá um enxugamento de suas reservas e se não criar depósitos quando os outros os estão criando, verá suas reservas aumentarem, ao custo de operar em escala menor que seus concorrentes no mercado.

Outro ponto ressaltado pelo autor é o limite à expansão do dinheiro bancário. Como alguns pagamentos serão feitos em papel moeda, há uma drenagem de recursos do sistema que coloca limites à expansão de criação monetária para todo o conjunto dos bancos: “(...) *the creation of more bank money by the banks as a whole will lead to a drain of cash out of the banks as a whole, which will set limit to the extent that banks can afford to create money unless they are in a position to obtain command of an increased quantity of cash*”<sup>12</sup> (Keynes; 1971; p. 24). Se um banco estiver criando dinheiro em uma taxa maior que a do sistema bancário como um todo, dificilmente conseguirá captar recursos, pois os depósitos passivos crescerão numa menor proporção. Para lidar com flutuações de curta duração de liquidez, os bancos manterão certa parte do ativo na forma líquida, em dinheiro e depósitos de reserva em outros bancos. Os bancos

---

<sup>11</sup> “Cada passo adiante feito individualmente por um banco o enfraquece, mas cada passo desse tipo feito por um outro banco do sistema financeiro o fortalece; então se todos os bancos seguirem juntos adiante, no equilíbrio nenhum enfraquece o outro. Por isso, o comportamento de cada banco não pode suportar ir além de um passo adiante do que os outros bancos, ele será governado por uma média do sistema bancário como um todo – cuja média, entretanto, pode contribuir com uma grande ou pequena cota”.

<sup>12</sup>“(…) a criação de mais dinheiro pelo sistema bancário levará a uma drenagem de dinheiro para fora do sistema bancário, o qual colocará limite para a quantia de dinheiro que os bancos conseguem criar, a não ser que eles estejam em posição de obter controle sobre um aumento da quantidade de dinheiro”.

desenvolvem relações interbancárias de empréstimos para ajuste diário da liquidez, por meio de uma câmara de compensação que serve para equilibrar as ofertas e demanda por recursos.

Por meio desta análise, pode-se afirmar que o olhar macroeconômico de Keynes sobre o sistema bancário privilegia a interconexão existente entre criação de dinheiro e a capacidade de os bancos acumularem reservas. A criação moeda bancária tem como contrapartida uma criação ativa de depósito que provavelmente será utilizado em uma operação interbancária; e, do ponto de vista do banco receptor, esta transação tem como resultado uma criação passiva de depósito, podendo ser usado para acumular reservas.

Infere-se que, segundo a perspectiva do autor, ao mesmo tempo em que o crescimento das reservas vincula-se à dinâmica de criação de dinheiro bancário, ele a limita. A cada rodada de criação de dinheiro, uma proporção, mais ou menos estável, será separada na forma de reserva bancária. E, por isso, um banco sozinho não pode ir além/aquém da taxa global de criação de dinheiro, sob pena de desequilibrar os fundos agregados de reservas (*“the aggregate of the reserve resources”*), fazendo que os outros bancos sintam-se ilíquidos/muito líquidos e diminuam/aumentem a sua atividade. Segundo o autor (Keynes; 1971; p. 25; grifo nosso), são estes fundos que determinarão o ritmo de criação de moeda bancária:

*(...) if the bank as a whole are creating deposits at a rate which will cause the reserves as a whole to fall to low, some bankers will find their reserve ratios deficient and will, therefore, be compelled to take a step backwards, whilst if the aggregate deposits are below their normal ratio to reserves, some banks will find their reserve ratios excessive and will be stimulated to take a step forwards. Thus it is the aggregate of the reserve resources which determines the ‘pace’ which is common to the banking system as a whole<sup>13</sup>.*

Considerando que o fundo agregado de reservas esteja sob o controle do Banco Central, a criação de moeda bancária pode, então, ser por ele limitada, e, neste caso, *“the central bank is the conductor of the orchestra and sets the tempo”*<sup>14</sup> (Keynes; 1971; p. 26).

---

<sup>13</sup> “(...) se o sistema bancário estiver criando depósitos a uma taxa que pode causar a queda das reservas como um todo caírem a um baixo nível, alguns banqueiros perceberão suas taxas de reservas deficientes e irão, por isso, serem compelidos a dar um passo atrás. O oposto ocorre se o nível agregado de depósitos em relação a reservas estiver abaixo da taxa normal, alguns bancos perceberão suas taxas de reserva excessivas e serão estimulados a dar um passo adiante. **Então é o nível dos fundos agregados de reserva que determinarão o ritmo que é comum a todo o sistema bancário**”.

<sup>14</sup> “o banco central é o regente da orquestra e dita o tempo”.

Principalmente quando ele exige, impondo regulamentações estritas, níveis mínimos de reservas em relação a todos os depósitos captados.

Torna-se importante ressaltar as discordâncias existentes no debate acadêmico acerca das possibilidades que a Autoridade Monetária teria de limitar a expansão da moeda bancária. A primeira linha de pensamento, derivada da Teoria Quantitativa da Moeda, de cunho ortodoxo, acredita o Banco Central poderia impor controles à expansão da oferta monetária e concebe a oferta de moeda como um fator exógeno ao sistema, segundo Madi (1993; p. 14):

A exogeneidade da oferta de moeda, portanto, diz respeito à capacidade de o Banco Central ter controle direto e quantitativo sobre o seu processo de expansão; apóia-se nas evidências empíricas sobre a determinação da base monetária pela ação do Banco Central e a estabilidade do multiplicador dos meios de pagamento, numa relação estável entre a base monetária e o total da oferta monetária.

Respeitadas algumas mediações, esta linha teórica abrange os modelos: monetarista; de equilíbrio geral; e das expectativas racionais. Para essas linhas de pensamento, a moeda é vista apenas como unidade de conta e meio pagamento, não tem a capacidade de instabilizar a economia, ela é neutra, conforme destaca Madi (1993; p. 16): “a teoria da moeda exógena reduz a teoria monetária a uma teoria da quantidade de moeda, na qual existe um nível de equilíbrio para o estoque de oferta monetária compatível com a estabilidade de preços”.

A segunda linha de pensamento, que justamente aparece no debate acadêmico para contrapor-se àquela acima descrita, concebe a moeda como não-neutra e capaz de afetar as decisões de gasto e, por isso, o controle do Banco Central sobre a oferta monetária seria limitado. Conforme explica Madi (1993; p. 16): “a endogeneidade da moeda somente pode ser apreendida num modelo de caráter histórico-institucional, no qual o conceito de economia monetária formulado por Keynes fundamenta a análise da instabilidade da economia capitalista”. Esta instabilidade<sup>15</sup> é causada porque a moeda é, também, reserva de valor, e serve como denominadora de contratos futuros, inclusive daqueles de crédito.

No debate acerca da endogeneidade da moeda, haveria, segundo Madi (1993), duas principais vertentes: a acomodatória e a estruturalista. Os principais expoentes da primeira são

---

<sup>15</sup> A questão da instabilidade causada pela moeda na economia será mais bem detalhada no tópico seguinte.

Kaldor e Moore, sob o argumento de que “a oferta monetária, no sentido estrito de M1, acomoda plenamente a demanda de moeda, numa economia creditícia, em função do **risco de ‘liquidez’** do sistema financeiro” (Madi; 1993; p.25). Ou seja, num caso de escassez de liquidez do sistema bancário, a Autoridade Monetária supre tal deficiência de recursos, para evitar crises financeiras. A oferta de crédito é, então, determinada pelas condições da demanda. Quanto à segunda, os principais expoentes são Minsky e Rousseas (Madi; 1993). A diferença em relação aos primeiros está no fato de acreditarem que “no curto prazo, o Banco Central não só pode impor controles quantitativos à expansão do crédito bancário, como também não acomodar plenamente a oferta monetária no sentido estrito” (Madi; 1993; p. 25). Para estes autores, as inovações financeiras exercem um papel fundamental no funcionamento do sistema bancários, e podem alterar substancialmente a capacidade que os bancos comerciais têm de expandir os meios de pagamentos, mesmo havendo limites impostos pela autoridade monetária. O aumento da oferta monetária é determinado, então, pela necessidade de liquidez da economia.

Esta dissertação privilegia a abordagem “estruturalista” da endogeneidade monetária. Para analisarmos essa concepção, primeiramente, serão retomadas as ideias desenvolvidas por Keynes no *Treatise*, sobre as possibilidades de expansão da oferta monetária, e, em seguida, as de Minsky, presentes em sua obra, *Stabilizing an Unstable Economy* (1976).

Conforme Keynes (1971; p. 23) destaca, no segundo capítulo do *Treatise*, dadas certas condições, os bancos poderiam infinitamente expandir os seus ativos:

*If we suppose a closed banking system, which has no relation with the outside of the world, in a country where all payments are made by cheque and no cash is used, and if we assume further that the banks do not find it necessary in such circumstance to hold any cash reserves but settle inter-bank indebtedness by a transfer of other assets, it is evident that there is no limit to the amount of bank money which the banks can safely create provided that they move forward in step<sup>16</sup>.*

Como visto acima, apenas nessas condições teóricas específicas o autor acreditava na possibilidade de haver esta expansão indefinida da moeda bancária. No momento histórico em

---

<sup>16</sup> “Se imaginarmos um sistema bancário fechado, o qual não tem relação com o mundo afora, em um país onde todos os pagamentos são feitos por meio de cheque e que nenhum dinheiro é usado, e se assumirmos, ademais, que os bancos não acham necessário, nessas circunstâncias, reter reservas, mas liquidar as transações interbancárias por meio da transferência de outros ativos, fica evidente que não há limite para a quantia de dinheiro que os bancos podem criar com segurança, seguindo passos adiante.”

que escrevia, no início do século passado, em diferentes circunstâncias, para a prática do mundo real, o autor considerava que a Autoridade Monetária seria capaz de colocar limites ao crescimento dos ativos dos bancos, como fora explicitado. Porém, Hyman Minsky, por meio de mediações históricas, defende que os bancos, pelo uso de inovações financeiras, estão construindo um sistema, cada vez mais próximo daquilo que Keynes definiu, em termos teóricos, como a “*closed banking system*”<sup>17</sup>. Os limites aos sistemas bancários estão perto das fronteiras globais, e as inovações aparecem com três finalidades principais: a) limitar o uso de papel moeda para saldar transações; b) criar novas formas de captação de recursos; c) limitar a eficácia da política monetária, ampliando as possibilidades de expandir a moeda bancária.

Sobre este ponto, Minsky (2008a; p. 252-3) defende a tese de que a oferta monetária é endógena, ou seja, que a expansão das atividades bancos comerciais não é limitada pela Autoridade Monetária e, quando houver imposições, os bancos comerciais correntemente inovam e burlam as restrições de reservas impostas pelos Bancos Centrais:

*Money, banking, and finance cannot be understood unless allowance is made for financial evolution and innovation: money, in truth, is an endogenously determined variable – the supply is responsive to demand and not something mechanically controlled by the Federal Reserve*<sup>18</sup>.

Caso não criem dinheiro em si, criam ativos de alta liquidez que funcionam como quase-moedas. Por isso, segundo Minsky, a Autoridade Monetária, apenas por meio do estabelecimento de depósitos de reservas, não consegue controlar a expansão dos meios de pagamento pelos bancos comerciais. Os banqueiros gerenciam os passivos e ativos de modo a terem vantagens lucrativas em suas transações. O dinamismo da atividade bancária influencia não apenas o volume e a distribuição de financiamento, como também o comportamento dos preços, salários e empregos.

O que se percebe é que, com o desenvolvimento dos sistemas bancários, tanto em âmbitos nacional quanto internacional, há uma supremacia do dinheiro bancário em relação ao

---

<sup>17</sup> “sistema bancário fechado”.

<sup>18</sup> “Dinheiro, atividade bancária e finanças não podem ser entendidas a não ser que concessões sejam feitas a evolução financeira e inovação: dinheiro, em verdade, é uma variável endogenamente determinada – a oferta responde imediatamente à demanda e não se trata de algo mecânico controlado pelo *Federal Reserve*.”

dinheiro estatal, sendo que o primeiro, já no início do século XX, correspondia a 90% do dinheiro em circulação nos EUA e na Grã Bretanha, incluídos os depósitos à vista (Keynes; 1971; p. 27).

### *1.2.3 – A moeda como reserva de valor*

Para complementar a análise desenvolvida nos subitens precedentes, faz-se necessário entender a função da moeda enquanto reserva de valor, e como ela age para desestabilizar o sistema capitalista<sup>19</sup>.

Conforme destacam Belluzzo & Almeida (2002), o dinheiro ao designar contratos futuros desempenha essa terceira função, não apenas mensurando o valor da riqueza, mas, principalmente, garantindo o seu valor futuro em termos presentes. Essa garantia é incerta por depender do pacto social de o dinheiro ser capaz de expressar adequadamente o valor da riqueza, e, também, da confiança que é depositada nesta determinação. O dinheiro cumpre o papel de ser o único ativo capaz de transportar o valor dos ativos entre o presente e o futuro satisfatoriamente. Em um momento de incerteza do ambiente econômico, os agentes recorrerão ao dinheiro para manter a riqueza que detêm, pois veem nele a garantia da manutenção deste valor. Pelo exposto, verifica-se que a moeda apresenta um caráter essencialmente convencional no processo de circulação das mercadorias. Aceitam-se tacitamente duas normas sociais acerca da moeda: a primeira é que ela pode preservar o valor nela contido e, a segunda, que ela consegue cumprir o papel de ser a intermediária das trocas.

Convém aqui destacar as consequências do uso do dinheiro bancário na circulação de mercadorias. Conforme ressalta Aglietta (1979), a moeda-crédito altera o tempo da validação social das mercadorias. Ela deixa de ocorrer no momento de compra e venda desta mercadoria, para se processar apenas quando o circuito do crédito for cancelado. Porém o dinheiro pode sair da esfera da circulação de mercadorias e ser mantido como reserva valor, interrompendo o

---

<sup>19</sup> Vale ressaltar que este trabalho não ignora as análises de Keynes expostas na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936), no capítulo 17, sobre a moeda como ativo. Neste capítulo da Teoria Geral, o autor discute a alocação do portfólio em uma economia monetária, e, também, como o grau de liquidez dos ativos e a taxa de juros influenciam neste processo.

No entanto, privilegiam-se neste trabalho, como fundamento teórico, as análises keynesianas feitas no *Treatise*, já que é nesta obra que o autor trata especificamente da moeda bancária, portanto, mais próxima do objeto de estudo deste trabalho, o negócio bancário.

processo das trocas (Aglieta; 1979; p. 332-333). A origem de instabilidade de uma economia monetária advém do fato de o dinheiro ser também reserva de valor e a moeda bancária não – quando a produção é feita por meio do crédito bancário e não consegue ser vendida; ao produtor fica o ônus das dívidas pré-assumidas e ao sistema bancário à inadimplência. Apenas concebendo a moeda pela sua dupla face pode-se compreender o motivo de haver interrupção das trocas e crises no processo de acumulação.

A função reserva de valor do dinheiro coloca-o como objetivo principal do enriquecimento privado. Existe uma contradição entre as funções sociais do dinheiro (unidade de conta e meio de pagamento) e sua função de expressão da riqueza, segundo Belluzzo & Almeida (2002; p. 28):

É a partir dessa dupla natureza, ou seja, da sua qualidade social como norma de socialização dos indivíduos privados e como critério e propósito quantitativo do enriquecimento, que o dinheiro na sociedade mercantil-capitalista deve aparecer como a unidade das três funções, a saber: moeda de conta, meio de pagamento e reserva de valor. As duas primeiras executam de forma reiterada ritos do reconhecimento social que acompanham o processo de socialização dos indivíduos privados e separados; ou seja, denominar cada mercadoria particular na forma geral do valor e submeter-se à aceitação dessa declaração ao tribunal do mercado. A terceira função, a de reserva de valor, corresponde à impossível, mas obrigatória busca de certeza que acompanha a dimensão quantitativa da riqueza, avaliada sob a forma monetária e abstrata.

Os bancos comerciais desempenham um papel fundamental na economia monetária porque, como visto acima, são criadores de dinheiro. Fazem-no porque conseguem, graças à intervenção da Autoridade Monetária, assegurar perante o público o poder de compra, tanto no presente, como no futuro, do novo dinheiro, e, também, a convenção de que o dinheiro bancário, assim como o dinheiro do Estado, representa o valor dos bens e da riqueza da sociedade. Eles contribuem para flexibilidade do sistema capitalista por serem capazes de centralizar capitais para o investimento de forma dinâmica, ao adiantar o gasto futuro no presente, por meio da concessão de crédito. Keynes (1963; p.169; grifo nosso), no rico trecho abaixo que levanta várias questões acerca do sistema capitalista, destaca também que grande parte da riqueza da sociedade, representada por ativos reais, foram possibilitadas pelo financiamento bancário:

*There is a multitude of real assets in the world which constitute our capital wealth – buildings, stocks of commodities, goods in course of manufacture and transport, and so forth. The nominal owners of these assets, however, have not infrequently borrowed money in order to become possessed of them. To a corresponding extent the actual owners of wealth have claims, not on real assets, but on money. A considerable part of this ‘financing’ takes place through the banking system, which interposes its guarantee between its depositors who lend it money, and its borrowing customers to whom it loans money wherewith to finance the purchase of real assets. The interposition of this veil of money between the real asset and the wealth owner is a specially marked characteristic of the modern world<sup>20</sup>.*

Os bancos conseguem alocar capitais ociosos procurando rentabilidade em investimento com benefícios sociais. Porém, ao exercerem este papel, desestabilizam a economia, pois o ativo que criam e gerenciam é ao mesmo tempo um “bem público”, necessário às relações sociais entre produtores e compradores, denominador do valor da produção, mas também é “o objeto de desejo” dos produtores privados, que visam ao seu próprio enriquecimento. Consequentemente, o duplo caráter do dinheiro influencia o investimento. A decisão de investir é privada, enquanto a riqueza criada é social e coletiva. Conforme destacam Belluzzo & Almeida (2002; p. 73), a riqueza em sua dimensão produtiva é a “relevante para o conjunto da sociedade porque é a única capaz de garantir sua reprodução e sobrevivência”. Como para os capitalistas o que importa é a eficiência da riqueza – o quanto que ela é capaz de se reproduzir em termos de si mesma – o investimento não necessariamente se dará em ativos reais que trariam benefícios para a sociedade, mas também em ativos financeiros. Como será analisada no terceiro capítulo desta dissertação, a lógica do investimento segue a rentabilidade e não a funcionalidade social que proporciona.

A instabilidade trazida pelos bancos na economia é fruto da incerteza inerente ao dinheiro. Como produzem um ativo que precisa de uma convenção para subsistir, eles também necessitam convencer a sociedade acerca da credibilidade do ativo que produzem. Há uma transferência do risco do dinheiro – devido a sua condição de ser reserva de valor – para os bancos. A sociedade precisa crer que o banco é capaz de assegurar o valor dos depósitos feitos

---

<sup>20</sup> “Há uma multidão de ativos reais no mundo, os quais constituem a nossa riqueza de capital – construções, estoques de mercadorias, bens em processo de produção e de transporte e assim por diante. Os proprietários nominais destes ativos, no entanto, têm, frequentemente, tomado posse desses ativos por meio de dinheiro emprestado. Em contrapartida, os verdadeiros possuidores da riqueza detêm direitos, não sobre os ativos reais, mas sobre o dinheiro. **Uma considerável parte desse financiamento dá-se pelo sistema bancário, o qual interpõe sua garantia ampla entre os depositantes que emprestam o dinheiro e os tomadores de dinheiro que buscam esses fundos para financiar a compra de ativos reais.** A interposição desse véu monetário entre o ativo real e o possuidor da riqueza é a marca registrada do mundo moderno”.

pelos seus clientes. Belluzzo & Almeida (2002; p. 32), destacam a importância da Autoridade Monetária na manutenção desta confiança:

A capacidade de garantir o valor do estoque de moeda emitido pelos bancos nas operações de crédito que criam depósitos depende, na verdade, da confiança do público nas normas de convertibilidade desta moeda privada na moeda estatal e desta em dinheiro universal.

Por isso, existe uma interconexão umbilical entre o dinheiro, os bancos comerciais e o Estado. E entre os três, desenvolve-se uma relação de confiança mútua. Os bancos comerciais, por obedecerem às regras impostas pela Autoridade Monetária, se tornam críveis perante a sociedade que confiam a sua renda e a sua riqueza aos bancos. O Banco Central assegura a convenção e a confiança que reside sobre o dinheiro permitindo que a moeda privada criada seja aceita pela sociedade.

Para isso, conforme ressalta Aglietta (1979; p. 343), a Autoridade Monetária tenta prover certa estabilidade ao sistema de crédito, unificando os diferentes dinheiros bancários no espaço nacional, pela emissão de uma moeda forçada (*enforced currency*), cuja função é a criação do dinheiro nacional:

*Enforced currency is a coercive practice of the state, imposing the unrestricted social acceptance of the monetary tokens issued by the central bank. The central bank money replaces the commodity form of the general equivalent within the national economic space of the nation. The national money market is no longer an arena where tokens are validated by reference to a universal commodity. It becomes an arena where all bank money is unified by the central money. This unification forms a national money<sup>21</sup>.*

Existe então uma superioridade hierárquica entre a moeda Estatal, que é genuinamente a reserva de valor e o dinheiro bancário. Apenas com o apoio da Autoridade Monetária, aos bancos comerciais é possível multiplicar os depósitos e manter que a demanda por dinheiro, seja, na verdade, por depósitos bancários. Conforme destacam Belluzzo & Almeida (2002; p. 30):

---

<sup>21</sup> “A moeda forçada é uma prática coerciva do Estado, o qual impõe a aceitação social irrestrita dos símbolos monetários emitidos pelo banco central. O dinheiro do banco central substitui dentro do espaço econômico nacional a forma do dinheiro mercadoria que simboliza o equivalente geral. O mercado monetário nacional não é mais uma arena onde símbolos são validados pela referência a uma mercadoria universal. Ele se torna uma arena onde todos os dinheiros bancários são unificados pelo dinheiro central. Esta unificação forma o dinheiro nacional”.

A ordem monetária é indissociável da soberania do Estado, e sua sobrevivência supõe que os proprietários privados acatem a moeda como uma convenção necessária para a reprodução do processo de circulação das mercadorias, de liquidação das dívidas e da avaliação da riqueza.

Cria-se deste modo a hierarquia entre as moedas, em que a moeda estatal no topo procura estabilizar e garantir todas as outras, de modo que tenham o mesmo valor. É interesse do Estado a multiplicação dos depósitos bancários, pois os bancos também desempenham um papel social que é o de criar meios de financiamentos, assim como os outros entes privados da economia, que, ao buscar o seu próprio enriquecimento, podem gerar benefícios para a sociedade, como a criação de ativos reais. O Estado reconhece a importância dos bancos para o crescimento e desenvolvimento da acumulação de capital.

#### *1.2.4 – Movimentos dos depósitos em relação à circulação financeira e industrial*

Neste tópico serão examinados, segundo a visão keynesiana, os motivos que levam os agentes a demandarem dinheiro.

Segundo a análise feita por Keynes em *A Treatise on Money*, existem três motivos que fazem os agentes a reter dinheiro na forma de depósitos bancários (ou em qualquer outra forma), ou que os levem a ter “preferência pela liquidez” – fazendo analogias com o décimo terceiro capítulo da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936).

O primeiro refere-se aos gastos correntes, como contas a pagar, denominando esta preferência por liquidez “motivo transação”. Os assalariados mantêm dinheiro em conta até que elas sejam pagas. Pode-se estender o exemplo para empresários, manufactureiros e mesmo especulador, ou seja, o intervalo entre o recebimento de rendimentos do empreendimento e pagamento de gastos/custos, a fim de manter o ciclo de negócios. Estes originam os *income deposit* – depósitos de renda.

O segundo caso refere-se a gastos que não podem ser previstos tanto gasto pessoal, como gasto para negócios, então, mantém-se depósitos, pelo “motivo precaução”, para contingências. Keynes os denomina *business deposits* – depósitos de negócio. A soma de ambos

os depósitos (*income deposits + business deposits*), o autor classifica de *cash deposits* – depósitos à vista que a qualquer momento podem ser transferidos a outro banco ou drenados do sistema bancário.

O terceiro depósito refere-se à poupança, *savings*. Segundo Keynes, os motivos para manter este tipo de depósito são variados: atração pela taxa de juros que o banco oferece; crença em haver uma deflação futura de outros ativos; manutenção da possibilidade de convertê-los em dinheiro líquido quando bem pretender; acreditar que esta é a forma mais conveniente de se manter dinheiro até juntar a quantia necessária para fazer um determinado investimento; esperar pela oportunidade certa para utilizá-lo em seu negócio próprio; qualquer outro motivo que o influencie. Mais tarde, o autor chamou a preferência pela liquidez influenciada pela incerteza quanto à movimentação da taxa de juros, de “motivo especulação”. Keynes, no *Treatise*, denomina os depósitos desta natureza de *savings deposits* (depósitos de poupança). Estes depósitos não são aqueles utilizados para despesas correntes, e pode ser utilizado, por qualquer motivo, para qualquer outra forma de investimento que o depositante deseje. Existem, portanto, dois tipos de depósitos e dois tipos de depositantes: *cash depositors* e *saving depositors* (depositantes de dinheiro e depositantes de poupança).

A definição de *cash deposits* nos bancos comerciais, para Keynes, aproxima-se do que chamamos no Brasil hoje dos depósitos em conta corrente, e os *savings deposits*, em conta poupança. Quanto ao primeiro tipo de conta, há exceções devido ao marco regulatório e desenvolvimento do sistema bancário, normalmente, porém, não tem rendimentos em juros, enquanto o segundo sim. Por isso, a diferença entre os tipos de depósitos relaciona-se, principalmente, aos diferentes clientes que os bancos comerciais têm, e aos hábitos que possuem – de manter o dinheiro no banco, ou sacá-lo logo depois que recebem – do que ao tipo de conta que o banco oferece. A diferença entre ambos, então, é a finalidade do depósito. *Savings deposits*, depende da comparação feita pelos depositantes entre manter sua riqueza em diversos tipos de ativos, enquanto o *cash deposits* relaciona-se ao volume e à regularidade que o depositante recebe sua renda e paga suas contas, e do intervalo entre cada ação.

No decorrer do terceiro capítulo do Tratado, Keynes, analisa o “*business deposits*”. O autor categoriza três formas de se utilizar tais depósitos, segundo as transações (Keynes; 1971; p. 41):

- a) que surgem devido ao processo produtivo como: pagamentos pelos empresários dos “*incomes deposits*” dos fatores de produção; e transações entre aqueles que são responsáveis pelo processo produtivo que se completou e os seguintes da cadeia produtiva;
- b) especulativas em bens de capital ou commodities;
- c) financeiras, como renovações do título do tesouro ou mudança de investimento.

Os *business deposits* retidos pelo motivo expresso no item (a), o qual didaticamente Keynes denominou *business deposits A*, aproxima-se e também acompanha, segundo o autor, os movimentos do *income deposits*, e, estes somados, formam a *industrial circulation*<sup>22</sup> – **circulação industrial** –, usados para propósitos industriais. Estes depósitos se aproximam do conceito desenvolvido na Teoria Geral de demanda por moeda segundo os motivos renda e precaução. Ou seja, manter depósitos líquidos para atender gastos correntes, ou por se temer a possibilidade de uma necessidade imediata de liquidez, e caso este capital tivesse sido imobilizado, a conversão em dinheiro líquido poderia ser muito custosa<sup>23</sup>.

Keynes, no *Treatise*, após analisar os determinantes dos *business deposits A* e dos *incomes deposits*, chega à conclusão de que variam da mesma maneira (contanto que mantenham suas taxas de velocidade de circulação inalteráveis), porque os *income deposits* estão constantemente fluindo para os *business deposits A* por meio de compras de bens e saindo por meio de pagamento de salários (Keynes; 1971; p. 218).

---

<sup>22</sup> “By **Industry** we mean the business of maintaining the normal process of current output, distribution and exchange and paying the factors of production their incomes for the various duties which they perform from the first beginning of production to the final satisfaction of the consumer”. (“Por Indústria nós queremos expressar o negócio mantido pelo processo normal do produto corrente, distribuição, troca e pagamento dos fatores de produção, suas rendas pelos vários serviços que desempenham, do começo do processo produtivo até a satisfação do consumidor final”) (KEYNES; 1971; p. 217).

<sup>23</sup>(KEYNES; 1982; cap. 13 item 2)

Keynes, apesar de levantar possibilidades<sup>24</sup> de não haver confluência entre *income* e *business deposits*, chega à conclusão de que: “*in the main the volume of industrial circulation, will vary with E (...), the aggregate of money incomes, i.e. with the volume and cost of production of current output*”<sup>25</sup> (Keynes; 1971; p. 221). A circulação industrial depende do volume de renda utilizado nas transações requeridas pela indústria, não haveria, portanto, um descolamento habitual dos montantes do produto e do dinheiro em circulação necessário para suprir esta demanda, podendo, inclusive, ser prevista e calculada. Por isso, não é importante analisar, neste trabalho, os motivos que podem causar variações destes depósitos, levando-os, por vezes, a caminhos opostos, já que não são eles, segundo o autor, os verdadeiros responsáveis pelas turbulências no sistema financeiro.

Já os *business deposits*, que Keynes denominou *business deposits B*, retidos pelos motivos dos itens (b) e (c), são instáveis, aproximam-se e acompanham os movimentos dos *savings deposits* e somados a estes formam a *financial circulation*<sup>27</sup> – **circulação financeira** –, são usados para propósitos financeiros. Estes depósitos aproximar-se-iam do conceito desenvolvido por Keynes na Teoria Geral de demanda especulativa por moeda.

Segundo o autor, a circulação financeira é menos estável do que a circulação industrial, por isso, os motivos que a desestabilizam serão verificados com maior cuidado.

A quantia de dinheiro requerida para a circulação financeira, conforme visto, provém dos *business deposits B* e dos *savings deposits*. Os primeiros dependem do volume de negócios *versus* o valor médio dos instrumentos financeiros transacionados (Keynes; 1971; p. 222). No entanto, conforme explica Keynes, o volume de ativos negociados não guarda relação direta com o volume do produto, seja este em bens de capital, seja em bens de consumo; o volume do

---

<sup>24</sup> Para maior detalhamento do assunto ver: *Treatise on Money*, cap. 15, páginas 219-221.

<sup>25</sup> Considerando  $M_1 V_1 = E$ , em que  $M_1$  – A quantia de dinheiro requerida para os *income deposits*;  $V_1$  é a velocidade dos *income deposits*;  $E$  é o volume de renda.  $E = W_1 O$ , em que  $O$  é volume do Produto; e  $W_1$  é a taxa monetária de eficiência de ganhos de renda.

<sup>26</sup> “a maior parte do volume da circulação industrial vai variar com  $E$  (...), o fundo agregado das rendas, exemplo, o custo de produção do produto corrente”.

<sup>27</sup> “By **finance**, on the other hand, we mean the business of holding and exchanging existing titles to wealth (other than exchanges resulting from the specialization of industry), including stock exchange and money market transactions, speculation and the process of conveying current savings and profits into the hands of entrepreneurs”. (“Por **finanças**, por outro lado, nos queremos expressar o negócio de reter e trocar títulos, correspondentes à riqueza – diferentes das trocas resultantes daquilo em que a indústria é especializada – incluindo troca de ações, transações e especulações no mercado monetário e o processo de levar a poupança corrente e os lucros nas mãos de empresários”) (KEYNES; 1971; p. 217).

produto é pequeno quando comparado ao tamanho da riqueza financeira. Percebe-se que, nas operações de ativos financeiros, a velocidade de transações é muito superior daquela referente à produção de capital fixo. Seus preços não guardam relação estreita com custo de produção ou com o preço de produção de um novo capital fixo. Portanto, a riqueza financeira está precariamente ligada ao produto físico, segundo o autor (Keynes; 1971; p. 222):

*(...) the activity of financial business, is not only highly variable but has no close connection with the volume of output whether of capital goods or consumption goods; for the current output of fixed capital is small compared with the existing stock of wealth, which in the present context we will call volume of securities (...); and the activity with which these securities are being passed round from hand to hand does not depend on the rate at which they are being added to<sup>28</sup>.*

Porém, ainda segundo o autor, não é o volume de *business deposits B* que influencia a quantia de dinheiro requerida para a circulação financeira, como tem velocidade de circulação muito rápida, a quantia absoluta de dinheiro requerida para as transações não varia muito. O que exerce predomínio nas variações da demanda por dinheiro, neste caso, são os *savings deposits*, ou seja, os depósitos que são deixados nos bancos por investidores que preferem deixar a sua riqueza liquidamente disponível.

Os depositantes dos *saving deposits* subdividem-se em duas categorias: uma que abrange agentes que preferem permanentemente deter sua riqueza financeira em dinheiro líquido ao invés de outro ativo financeiro qualquer, por isso, a quantia dos depósitos desta categoria varia vagarosamente e depende da intensidade das transações. Na Teoria Geral, no décimo terceiro capítulo, Keynes (1982; p. 138; grifo nosso) deixa claro o motivo pelo qual, estes agentes preferem manter suas riquezas na forma líquida:

Há (...) uma condição necessária sem a qual não poderia existir a preferência de liquidez pela moeda como meio de conservação da riqueza. (...) Esta condição necessária é a existência de **incerteza quanto ao futuro da taxa de juros**, isto é, quanto ao complexo de taxas para vencimentos variáveis a prevalecer em datas futuras; pudéssemos, pois, prever com certeza todas as taxas que iriam dominar no futuro, todas as taxas vindouras poderiam ser inferidas das taxas *presentes* para as dívidas de diversos vencimentos e estas se ajustariam ao valor conhecido das taxas futuras.

---

<sup>28</sup> “a atividade do negócio financeiro, não é somente altamente variável, mas também não tem relação próxima com o volume do produto, sejam bens de capital, sejam bens de consumo; por isso, o produto corrente de capital fixo é pequeno quando comparado com o estoque de riqueza existente, que no contexto presente é correspondente ao volume de títulos (...); e a velocidade de circulação destes títulos não depende da taxa correspondente à sua adição”.

A outra categoria é formada por agentes denominados, por Keynes, “*bears*” (ursos) e “*bulls*” (touros). Estes manteriam a sua liquidez, segundo outros motivos apontados pelo autor (Keynes; 1982; p. 138; grifo nosso):

Há, além disso, outra razão para a preferência pela liquidez resultante da incerteza quanto ao futuro da taxa de juros, desde que haja um **mercado organizado para negociar com débitos**. Cada qual prevê o futuro a sua maneira e aquele que divergir da opinião dominante, tal como ela se manifesta nas cotações do mercado, pode ter boas razões para conservar recursos líquidos com o fim de realizar um lucro se estiver certo, ao comprovar no momento oportuno que as relações entre os Idr [valor presente da riqueza atual calculado] estavam erradas.

Os primeiros, os *bears*, são aqueles que mantêm posição baixista e preferem emprestar dinheiro a comprar títulos, porque acreditam que o preço dos ativos financeiros vai diminuir (e a taxa de juros vai aumentar acima do que prevê o mercado). Os segundo, os *bulls*, ao lado oposto, são os altistas, aqueles que tomam dinheiro emprestado para comprar títulos porque acham que os preços dos ativos vão aumentar (e a taxa de juros vai diminuir acima do que prevê o mercado).

Pode-se então concluir que *os savings deposits* variam conforme os sentimentos dos agentes<sup>29</sup>, porém não apenas segundo este fator, mas também depende da atuação bancária, como será visto a seguir.

Se, por exemplo, predominarem os *bulls*, haveria uma tendência de queda no volume de *savings deposits*, já que haveria uma maior demanda por títulos. A concretização desta baixa depende, no entanto, de diversos fatores, segundo Keynes: (a) taxa de juros de curto prazo: a compra de ativos de curto prazo ocorre até que haja um equilíbrio com a taxa de juros correspondente; (b) divergência de opiniões: o aumento do preço dos ativos pode gerar um equilíbrio entre as divergências de opiniões e equacionar a demanda com a oferta de ativos financeiros deixando equilibrado o volume dos *savings deposits*, caso o preço dos ativos suba além deste nível, aí então haverá uma queda destes depósitos; e (c) atuação do sistema bancário: tanto se os bancos comerciais comprarem os ativos e devido a este incremento na demanda houver um aumento dos preços, como também se os bancos fornecerem continuamente

---

<sup>29</sup> Quando prevalece os sentimentos dos “*bulls*” a quantia de depósitos em poupança (*savings deposits*) cai, e o inverso quando prevalece o sentimento dos “*bears*”.

empréstimos aos agentes para que continuem a comprá-los, especulativamente, tirando vantagem da facilidade de se conceder empréstimos. Os preços dos ativos financeiros podem aumentar a um nível que outra parcela da sociedade prefira manter sua riqueza em *savings deposits*, neste caso, o volume de *savings deposits* pode ser mantido, ou mesmo elevado.

Conclui-se, então, que a segunda categoria dos *savings deposits*, aquela cujos depositantes visam a negociar em um mercado secundário organizado de títulos, é a que, provavelmente, exerce maior influência na demanda por dinheiro para atender motivos financeiros e o preço dos ativos varia de acordo com o sentimento dos “*bulls*” x “*bears*”.

Uma crise no mercado financeiro pode ocorrer quando o preço dos ativos sobe e a divergência de opiniões não é suficiente para equacionar a oferta e demanda por ativos. E com o desenvolvimento dos mercados financeiros, os “*bears*” podem emprestar seus fundos não apenas via o sistema bancário, mas também via mercado de capitais, as inovações financeiras permitem que esses agentes emprestem recursos que nem sempre de fato possuem, inflando ainda mais os preços dos ativos no mercado financeiro.

Keynes esclarece que estas oscilações nos preços dos ativos financeiros e variações na quantia de *savings deposits*, devido principalmente às posições dos *bears* x *bulls*, não são completamente independentes do que ocorre na esfera industrial. Na realidade, quando há um aumento nos *savings deposits*, há uma diminuição do dinheiro disponível para a circulação industrial. Quando há um aumento nos preços dos ativos financeiros, normalmente há também um aumento no preço (“de demanda”, na terminologia de Minsky) de um novo investimento, aumentando sua atratividade, e quando aqueles caem, estes os acompanham, ou seja, o preço do ativo financeiro influencia na atração ao investimento. O que resulta numa instabilidade no nível de preços do produto corrente.

Uma grande dificuldade é que estas mudanças não ocorrem no mesmo sentido, nem sempre que há um aumento da atratividade do investimento, há, concomitantemente, um aumento da disponibilidade de recursos para um novo investimento (aumento dos *savings deposits*), já que, na visão do autor, existem quatro possibilidades de especulação no mercado financeiro: (a) um mercado de *bulls*, com opiniões em consenso, há um aumento nos preços de ativos e queda

nos *savings deposits*; (b) um mercado de *bulls*, com opiniões divididas, há um aumento nos preços de ativos e aumento nos *savings deposits*; (c) um mercado de *bears*, com opiniões divididas, há uma queda nos preços de ativos e queda nos *savings deposits*; (d) um mercado de *bears*, com opiniões em consenso, há uma queda nos preços de ativos e aumento nos *savings deposits*.

Segundo Keynes, uma saída a esta instabilidade no mercado de bens, no preço de demanda do novo investimento, seria via interferência do Banco Central administrando a política monetária a fim de preservar o nível de preços estável do produto corrente. E para evitar contradições de políticas, uma vez que frequentemente o sentido da especulação tem efeito oposto no mercado de bens conforme explicado acima, a solução, apontada pelo autor, seria fornecer a quantia de dinheiro demandada tanto pelo mercado bens como pelo mercado financeiro, mas a uma taxa de juros que pudesse equilibrar o efeito do novo investimento com o sentimento dos *Bulls*. Como é muito difícil para o Banco Central precisar esta taxa, para o autor, alguma instabilidade teria de ser admitida. No entanto, como será analisado no decorrer dos capítulos, a contínua inovação financeira torna o controle da Autoridade Monetária sobre a atividade dos bancos comerciais, muito mais complexa, e, como será discutido, somente o controle da taxa de juros é um canal insuficiente para prover estabilidade macroeconômica ao sistema.

A importância da introdução da perspectiva keynesiana sobre a inter-relação dos circuitos industrial financeiro está no destaque que o autor remete a este último, como o foco de instabilidade para a economia e para o investimento, e, também, o alimento que o sistema bancário pode fornecer ao processo de desequilíbrio macroeconômico. Esta condição subalterna do investimento, em relação ao que acontece na esfera financeira, fica evidente, na conhecida passagem da Teoria Geral, transcrita abaixo:

Introduzimos, assim, a moeda em nosso nexos causal e podemos ter uma primeira idéia do modo como as variações na quantidade de moeda intervêm no sistema econômico. Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios. Embora seja de esperar que, *ceteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência do público pela liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda; e, conquanto se possa esperar que, *ceteris paribus*, uma baixa na taxa de juros estimule o fluxo de investimento, isto não acontecerá se a escala da eficiência marginal do capital cair mais rapidamente que a taxa de juros; quando, enfim, se possa esperar que, *ceteris paribus*, um aumento do fluxo de investimento faça aumentar o emprego, isso não se produzirá se a propensão a consumir estiver em declínio. Finalmente, se o emprego aumentar, os preços subirão numa proporção que depende, em parte, da forma das funções da oferta e, em parte, da tendência da taxa de salários subir em termos monetários. Quando a produção tiver aumentado e os preços subido o efeito que daí resultará sobre a preferência pela liquidez será o de aumentar a quantidade de moeda necessária para aumentar dada taxa de juros (Keynes; 1982; p. 141).

### 1.3 – As finanças modernas nos Estados Unidos

(...) um país [Estados Unidos] em que a sociedade burguesa não se desenvolveu sobre a base do feudalismo, mas começou a partir de si mesma; em que a sociedade burguesa não aparece como um resultado remanescente de um movimento secular, mas como o ponto de partida de um novo movimento; em que o Estado, em contraste com todas as formações nacionais anteriores, desde o início esteve subordinado à sociedade burguesa e a sua produção e jamais pôde ter a pretensão de ser um fim em si mesmo; enfim em um país em que a própria sociedade burguesa combinando as forças produtivas de um velho mundo com o imenso terreno natural de um novo, desenvolveu-se em dimensões e liberdade de movimentos até então desconhecidas e suplantou em muito todo o trabalho anterior no domínio das forças naturais; e onde, enfim, os antagonismos da própria sociedade burguesa aparecem unicamente como momentos evanescentes.

Karl Marx, “Carey e Bastiat”, 1851<sup>30</sup>

A peculiaridade da sociedade norte-americana, apontada acima por Marx, com impressionante exatidão, antes mesmo de os Estados Unidos haverem consolidado a hegemonia industrial do mundo, aponta para o fato de ela ter nascido burguesa sem as rédeas das sociedades tradicionais que antagonizavam com o mundo moderno no processo de acumulação de capital. A especificidade do processo de constituição da sociedade capitalista norte-americana está nesta

---

<sup>30</sup> (MARX; 2011; p. 28)

experiência única do modo de vida burguês, que encontrou espaço para florescer em seu estado puro dentro das forças fundamentais que movem a sociedade capitalista.

Essa especificidade impactará profundamente na dinâmica do capital bancário-financeiro norte-americano. A “utopia” do “*self made man*”, ou seja, “a sociedade onde o imigrante sem um centavo podia, segundo se acreditava, fazer-se a si mesmo (...) e dessa forma construir uma república igualitária e democrática” (Hobsbawm; 2005; p. 198) e os dois grandes “mitos” da sociedade norte-americana: “A guerra Civil” e o “O Oeste Selvagem” (*Idem*; cap. 8); somados à ascendência dos “*robber barons*”, após a guerra civil, permitiram o rápido crescimento econômico desta sociedade por meio da racionalização dos recursos produtivos, sob a égide da doutrina liberal burguesa em fins do século XIX e uma forte aliança entre o capital industrial e bancário-financeiro.

Para John Hobson (1996; p. 235-6), os “métodos industriais modernos” permitiram ao “financista ou negociadores de dinheiro”, “homens que manejam o mecanismo monetário das sociedades industriais” terem a importância que assumiram na sociedade moderna. Os bancos, como gerenciadores da riqueza patrimonial, exerceram papel fundamental na constituição do capitalismo monopolista, tanto ao agirem como “patrocinadores” de novas ideias e novas empresas no mercado de capitais, quanto como financiadores do capital de giro das corporações, depois de constituídas.

Em fins do século XIX, nos Estados Unidos, há um processo concentração das empresas monopolistas, havendo uma rápida expansão dos transportes (ferrovias) e indústria, ao mesmo tempo em que se consolida o mercado de capitais nacional. Conforme as plantas industriais cresciam, a concentração do capital se aprofundava e o custo do investimento encarecia, maior a dependência das grandes corporações em relação ao financiamento bancário e multiplicam-se os consórcios (*trusts*). A crise financeira de 1893-1896 acelera este processo e acentua a ligação entre empresa e bancos neste país (Debouzy; 1972; p. 135). Para sair da crise, o Tesouro tomou empréstimo do capital bancário (Grupo Rockefeller e, principalmente, J.P. Morgan), a taxas de juros extremamente elevadas. Na ausência de um emprestador de última

instância, esta função era exercida por bancos privados, tais como o Morgan, que lucravam com a crise do Estado e reforçavam o poderio dos grandes grupos financeiros.

Cabe ressaltar que o financiamento das grandes empresas norte-americanas teve, desde o princípio, “como base o capital cooperativo, procedente de inumeráveis fontes individuais, fundido em grandes massas e utilizado para a indústria lucrativa por diretores capazes de grandes empreendimentos na esfera dos negócios” (Hobson; 1996; p. 237). A importância dos bancos neste processo é a de intermediário financeiro viabilizando o novo negócio no mercado de capitais, subscrevendo seu capital acionário.

Nesse cenário, o patrocinador retinha parte do lote de ações e lançava o resto no mercado, caso ele acreditasse na rentabilidade do projeto, mantendo a si a maior parte das ações ordinárias, a fim de exercer controle sobre a direção da empresa. Interessavam, então, aos financistas os lucros que esta empresa poderia obter por sua valorização acionária (Hobson; 1996; p. 237). Estes grupos também agiam nos mercados para manipular o preço de ações e obrigações, devido à informação privilegiada e ao conhecimento acerca do funcionamento do mercado que possuíam.

A direção dos grandes consórcios, dos bancos, das companhias de seguro, se misturava, como era o caso da *United States Steel*, ao poderio econômico-financeiro do grupo Morgan, isso permitiu que estes grupos se reorganizassem e controlassem grande parte das ferrovias após a crise de 1893-1896 (Debouzy; 1972; p. 135):

A organização da *United States Steel* pareceu a um grande número de contemporâneos como a consagração do banqueiro-imperador! A sua hegemonia parecia absoluta. O número de bancos passados para o seu controle directo ou indirecto permitia-lhe lançar-se em operação de envergadura maior. O *National Bank of Commerce*, o *First National Bank*, o *Liberty* e o *Chase Bank* faziam parte do grupo Morgan assim como as três grandes companhias de seguro: a *New York life*, a *Equitable Life Assurance Society* e a *Mutual*.

Grande volume de recursos foi necessário para a expansão da atividade destas corporações, “para que uma empresa consiga seu máximo de lucros, é necessário que sua rotação seja a mais rápida possível e maior o seu volume de negócios” (Hobson; 1996; p. 250), ela necessita então de crédito bancário para atingir este nível. A capacidade dos bancos de criar moeda-crédito é essencial neste ponto e exerce grande influência sobre a atividade da indústria:

“os lucros das ‘finanças’ constituem um tributo cada vez mais pesado para a indústria” (Hobson; 1996; p. 253).

Em suma, o poderio do setor bancário norte-americano vincula-se – como intermediários financeiros, lançando e patrocinando grandes empresas recém-criadas – à ascensão das sociedades anônimas e do capital monopolista nos Estados Unidos. Conforme será visto a seguir, a Reforma financeira feita durante a década de 1930 terá um impacto determinante nesta dimensão particular do negócio bancário norte-americano.

### 1.3.1 – A Reforma Financeira dos anos 1930

*The New Deal period offers a striking contrast in monetary and banking matters. On the one hand, monetary policy was accorded little importance in affecting the course of economic affairs and the policy actually followed was hesitant and almost entirely passive. On the other hand the foundations of American financial structure and the character of monetary standard were profoundly modified (Friedmann & Schwartz; 1963; p.420)<sup>31</sup>.*

Ainda que parte da afirmação acima feita por Milton Friedman e Anna Schwartz – com relação à passividade da política monetária – represente pouco do real problema macroeconômico que se manifestou decisivamente após a crise de 1929, os autores estão corretos em afirmar que, nos Estados Unidos, a Reforma Financeira efetuada na década de 1930 modificou profundamente o ambiente institucional em que tanto o sistema bancário, como o *Federal Reserve* passaram a atuar. Sob essa perspectiva, a análise desta reforma faz-se necessária para que se compreendam as tensões inerentes ao funcionamento do sistema bancário norte-americano.

A regulamentação bancária norte-americana, no entanto, iniciara-se um século antes, a partir do *The Free Banking Act* de 1838. Por este ato, conforme ressalta Aglietta (1979; p. 339),

---

<sup>31</sup> “O período do *New Deal* oferece um notável contraste na questão monetária e bancária. Por um lado, a política monetária combinada deu pequena importância em afetar o curso dos negócios econômico e a política realmente seguida foi hesitante e quase totalmente passiva. Por outro lado os fundamentos da estrutura financeira americana e o caráter do padrão monetário foram profundamente modificados.”

os bancos são colocados em mesmo patamar que quaisquer outras instituições comerciais. Em 1863, pelo *National Bank Act*, foram definidas as condições e as bases financeiras que os bancos deveriam preencher para ser qualificados como bancos nacionais. A função de controle monetário foi estabelecida no Departamento do Tesouro para verificar tais condições.

Após o *National Bank Acts*, de 1863 e 1864, há uma reestruturação do setor bancário norte-americano, criando a clivagem entre bancos nacionais e bancos estaduais que permanece até os dias atuais. O objetivo destes atos foi promover a unificação da moeda nacional norte-americana, pois a emissão de moeda pelos bancos estaduais era regulamentada pelos governos estaduais. A fragmentação na legislação do setor bancário permitia a coexistência de notas bancárias que supostamente detinham o mesmo valor, mas que eram descontadas diferentemente, conforme a confiança que a sociedade detinha na solvência do respectivo banco. Estes atos permitiram a criação de bancos nacionais que emitiam notas atreladas aos títulos do tesouro norte-americano. Tais notas passaram a ser emitidas de maneira uniforme e eram impressas pelo governo. Regulamentou-se também o capital mínimo bancário requerido e a quantia de títulos depositados na agência controladora do Departamento do Tesouro, para que os bancos nacionais pudessem emitir moeda (Grosman; 2008).

No entanto, os bancos estaduais permaneceram no setor bancário, uma vez que as exigências acerca do capital mínimo necessário eram menores e devido à facilidade que detinham em captar depósitos. A concorrência entre ambas as esferas do setor bancário – estadual e nacional era acirrada, e em 1900, pelo *Gold Standard Act*, a exigência de capital mínimo para os bancos nacionais foi diminuída (Grosman; 2008). Fato característico da tradição liberal norte-americana, a qual defende intervenções no mercado até o ponto em que sejam garantidas as condições de concorrência e legitimadas as necessidades sociais. Estas mudanças acabaram por garantir a dominância dos ativos bancários em poder dos bancos nacionais, apesar da forte concorrência com os bancos estaduais. Em 1863, havia 66 bancos nacionais que detinham 1% dos ativos bancários totais, enquanto os 1466 bancos estaduais possuíam 99% dos ativos bancários totais. Em 1913, ano da criação do Fed, havia 7.473 bancos nacionais que detinham

54% dos ativos bancários totais, enquanto os 15.526 bancos estaduais detinham 46%, destes ativos<sup>32</sup>.

A decisão de se criar o Fed foi posterior à crise de 1907. Evidencia-se neste período que somente a regulamentação proposta pelo *National Bank Act (1863)* era insuficiente para gerenciar o caos financeiro decorrente das crises no sistema bancário, explicitando a necessidade de criar uma Autoridade Monetária de âmbito nacional, neste país. Pelo *Federal Reserve Act (1913)*, estabeleceu-se a hierarquia das moedas bancárias no plano doméstico. Entretanto, apenas pelo *Banking Act of 1935*, após a crise de 1929, centralizou-se no Fed o poder de manejar a política monetária. Entre 1913 e 1935 coexistiram vários bancos de reserva estaduais nos Estados Unidos (Grosman; 2008).

A Reforma Financeira implementada na década de 1930 procurou fortalecer as instituições do sistema bancário norte-americano e criar outras capazes de ajudar os Estados Unidos a enfrentarem a crise. O governo norte-americano, apoiado pelo Departamento do Tesouro, promoveu alterações com finalidade de restaurar o crédito que tinha sido paralisado nos anos anteriores. Tais medidas foram possíveis com a eleição de Franklin Delano Roosevelt, do partido dos democratas, que tomou posse em 1933 (Guttman; 1994). A reforma teve consequências em três dimensões do funcionamento do mercado financeiro norte-americano: consolidou o poder do Fed em executar a política monetária; restringiu o espectro de áreas de atuação do negócio bancário; e procurou estabelecer regras para uma maior transparência nas operações no mercado de capitais.

Segundo Guttman (1994; p. 84-5), a mudança decisiva foi o abandono oficial do padrão-ouro, permitida pelo “*The Emergency Banking Act*”, em março de 1933, que deu ao governo norte-americano o controle sobre as reservas de ouro. Por este ato, foi possível também expandir as ações da instituição concessora de empréstimos, *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), criada pela administração Hoover, no ano anterior. Esta instituição foi muito importante para a recomposição de capital dos bancos comerciais, tendo liberado, até o fim 1935, uma

---

<sup>32</sup> U.S. Department of the Treasury. *Annual Report of the Comptroller of the Currency* (1931), p. 3-5 - [http://fraser.stlouisfed.org/publications/comp/issue/5607/download/93009/compcurr\\_1931.pdf](http://fraser.stlouisfed.org/publications/comp/issue/5607/download/93009/compcurr_1931.pdf)

quantia correspondente a mais de 50% do capital declarado destes bancos. Isto permitiu que muitos deles reabrissem e/ou expandissem os empréstimos, estimulando a economia real.

Em 1934, pelo *The Gold Reserve Act*, o ouro passou a ser disponibilizado pelo Tesouro para liquidação de transações internacionais, a preço fixado em 35 dólares por onça o que representava uma desvalorização do dólar. Ficou suspenso o uso do ouro para transações internas, e estas passaram a ser feitas com papel-moeda inconvertível. Foram estabelecidas as bases para a expansão do dólar como “moeda administrada” pelo Fed.

Guttman (1994) lista outras quatro medidas que revigoraram o poder de intervenção do Fed: a) Pelo *Glass Steagall Banking Act*, de junho de 1933, o Fed ganhou mais autonomia para alterar a porcentagem do compulsório dos bancos comerciais, o que aumentou o seu poder para fazer política monetária; b) Este ato instituiu o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), que agia para prevenir pânico e corridas aos bancos, assegurava os depósitos bancários e acompanhava processo de falência bancária; c) O *Banking Act* de 1935 permitiu que uma maior quantidade de ativos bancários servisse como garantia de empréstimos, o que aumentava o poder do Fed de agir como prestador de última instância; d) Este mesmo ato criou o *Federal Open Market Committee* (FOMC), regulando as operações de mercado aberto realizadas pelo Fed, concedendo-lhe poder para aumentar a liquidez do mercado em momentos de crise.

O governo Roosevelt (1933 – 1945) ainda tomou outras medidas para fortalecer o sistema de crédito que impactaram profundamente no negócio bancário. Pelo próprio *Glass Steagall Act*, de 1933, foi proibido aos bancos pagar juros a depósitos à vista. Pela chamada “*Regulation Q*” foram estabelecidos tetos de taxa de juros para a remuneração de depósitos em poupança e a prazo e, também, limitando a taxa de rentabilidade dos ativos bancários. Estas medidas afetaram as condições de concorrência e de rentabilidade do setor bancário. No pós-guerra, estas práticas afetaram a habilidade do Fed em controlar a taxa de juros e baratear o custo das captações e do crédito bancários (Guttman; 1994; p. 85).

Por fim, pode-se destacar a proibição de que instituições financeiras pudessem operar como bancos comerciais, bancos de investimentos e seguradoras, simultaneamente. Os bancos foram obrigados a se desfazer de suas filiais que atuavam como banco de investimento, a fim de

evitar o conflito de interesses nas suas ações nos mercados de crédito e de capitais. O objetivo desta proibição era evitar a manipulação de preços e práticas abusivas de poder de mercado (Guttman; 1994; p. 85).

Conforme destaca Cintra (1997; p. 18), a segmentação restringiu a concorrência tanto no ativo como no passivo das instituições financeiras, cada agente do mercado financeiro especializou-se em determinada modalidade. Referente ao ativo, as instituições de poupança se concentraram em crédito hipotecário; os bancos comerciais, no financiamento de capital de giro às empresas; e as financeiras, no financiamento ao consumo e crédito pessoal. O autor destaca que, no passivo, as primeiras especializaram-se em depósito a prazo; apenas aos segundos era permitido oferecer contas de depósito à vista; e as terceiras (banco de investimento – companhias de seguro, fundos de pensão) não poderiam oferecer nenhum tipo de depósitos, e, por isso, o seguro de depósito não abrangia o passivo destas instituições.

Outra importante e decisiva dimensão da reforma correspondeu aos os limites estabelecidos para investimento dos bancos comerciais no mercado mobiliário (“*investment securities*” como: debêntures, títulos, notas). Apenas 10% da renda dos bancos comerciais nacionais poderiam advir destes mercados, havendo exceções no caso de títulos públicos municipais e federais. Foram proibidos aos bancos subscreverem, negociarem, distribuírem ações, títulos, debêntures, notas, etc., excetuando-se também os títulos públicos. Conforme destaca Cintra (1997), estas atividades ficaram restritas aos bancos de investimento. Grande parte do poder o setor bancário foi cerceada, dado que perdeu a habilidade de atuar como “patrocinador” de empresas conforme definido por Hobson (1996).

A terceira dimensão desta reforma relaciona-se com a implantação de medidas de transparência no mercado de capitais e na gestão dos negócios<sup>33</sup>. Durante a implementação da Reforma Financeira, dois Atos do congresso norte-americano que serviram para alterar a legislação do mercado de títulos e fortalecê-lo, merecem destaque: o *Securities Act* de 1933, que

---

<sup>33</sup> Apesar do ceticismo quanto ao ajuste automático dos mercados que permeou parte da Reforma Financeira de 1930, nota-se a presença de influência da doutrina liberal em áreas como a da regulação antitruste, de bens públicos – como energia e telefonia – e ferrovia. Tal tarefa foi delegada pelo Congresso a agências independentes, as quais contariam com apoio no judiciário para aplicar as regras do “*fair play*” nos mercados (Vitols; 2001; p. 11). Estas regras visam a promover equilíbrios nos mercados para que instituições ou agentes, considerados com maior poder de mercados – por possuírem certas vantagens, como informação privilegiada –, não se beneficiem desta situação.

regulava a emissão de títulos e criou a *Security Exchange Commission* (SEC), e o *Securities Exchange Act* de 1934, que supervisionava o funcionamento desse mercado. Já o segundo, autorizou a SEC a estabelecer regras de negociação no mercado secundário e, conforme destaca Cintra (1997; p. 19), “definiu que as corporações eram a forma dominante de organização da produção nos Estados Unidos, e os interesses dos acionistas eram preponderantes tanto nos mercados financeiros quanto na gestão das empresas”. Em tais regras foram embutidas a visão do *fair play*, e reportavam-se sobre: emissão de novos títulos; requerimento de informações mínimas; determinação justa de preços; direitos dos acionistas votantes; abuso de poder de mercado; abuso do uso de informações privilegiadas; e regulamentação para fusões e aquisições (Vitols; 2001; p. 16). Estas medidas, conforme destaca Cintra (1997; p. 19) visavam a incorporar o princípio da transparência aos operadores do mercado de capitais, os quais deveriam fornecer informações confiáveis a respeito de suas condições financeiras e patrimoniais.

Duas consequências desta reforma são importantes ao objeto de análise deste trabalho, o negócio bancário nos Estados Unidos. A primeira refere-se à alteração na relação entre a Autoridade Monetária e os bancos comerciais. O Fed, ao estabelecer regras para o funcionamento do sistema, passou a legitimar a moeda de emissão privada e garantiu a unificação da moeda no espaço nacional. Conforme destaca Aglietta (1979 p. 349), o Estado, por meio do Fed, passa a sustentar as condições de troca da economia:

*In effect, the state becomes the bearer of the monetary constraint<sup>34</sup>, with the result that its management is permanently subjected to a political sanction which is more or less evident according to the scope of the contradictions that have to be surmounted in order to realize the unification of the national money.<sup>35</sup>*

A relação entre o Fed e os bancos comerciais passa a ser próxima e mutuamente dependente. No entanto, evidenciam-se tensões, porque os papéis por eles desempenhados assumem aspectos contraditórios. Enquanto a Autoridade Monetária procura manter um ambiente econômico estável, os bancos comerciais, submetidos à lógica da concorrência e do lucro,

---

<sup>34</sup> Segundo a definição do autor: “*The monetary constraint means that each participant in exchange has to sell his commodity, in other words prove by obtaining money that this particular commodity gives him disposal over a fraction of total social labour*” (AGLIETTA; 1979; p. 332). Tradução livre: “A restrição monetária significa que cada participante do processo de trocas tem de vender a sua mercadoria, em outras palavras, ele tem de provar por meio da obtenção de dinheiro que sua mercadoria particular dá a ele direito sobre uma fração do trabalho social total”.

<sup>35</sup> “Em verdade, o Estado se torna o assegurador da conversão monetária, e como resultado tem o seu gerenciamento permanentemente sujeito à sanção política, o que é mais ou menos evidente de acordo com o escopo de contradições que tem de superar a fim de realizar a unificação do dinheiro nacional.”

procuram brechas no próprio marco regulatório e de política monetária para aumentar a lucratividade.

A outra tensão refere-se às implicações desse cenário para a concorrência entre as instituições financeiras bancárias e não bancárias em um prazo mais longo. A fragmentação no processo regulatório criou uma tensão permanente entre as limitações impostas à concorrência e rentabilidade bancárias pela *Regulation Q* e a expansão dos bancos de investimento, investidores institucionais, entre outros agentes, no mercado de capitais, que avançaram nas suas ações no cenário propiciado pela *Reforma Financeira*.

Procura-se, neste trabalho, mostrar as tensões entre a regulação e a lógica da acumulação de capital para o setor bancário. A busca de rentabilidade impulsiona inovações financeiras que tornam inócuos e, por vezes, reverterem os efeitos da regulação e da política econômica, desejados pela Autoridade Monetária. Um dos corolários da escolha dos fundamentos teóricos deste trabalho está sintetizado pela hipótese de Hyman Minsky: a regulamentação é temporária e não perene. Nesta perspectiva, os agentes financeiros correntemente inovam para buscar o lucro e contornar as restrições que lhes são impostas. Nessa visão da dinâmica do mercado, o marco regulatório deve se transformar sempre que necessário para impedir que os interesses privados se sobreponham aos coletivos.

#### **1.4 – Tensões entre bancos e Autoridade Monetária**

Em seu trabalho intitulado *Dinheiro e Transfigurações da Riqueza*, Belluzzo propõe a análise da história do capitalismo, sob a ótica monetária, por meio dos “relatos que informam sobre as transformações sofridas pelo comércio, do dinheiro e da riqueza”<sup>36</sup>. Sob esta perspectiva, examina os ciclos de expansão e retração do capitalismo associados ao papel desempenhado pelo sistema financeiro. O estudo da teoria monetária desenvolvido, neste capítulo, faz-se de essencial relevância para compreender as diferentes composições das estruturas financeiras e como tais

---

<sup>36</sup> (BELLUZZO; 1997; p. 152)

diversidades podem acarretar em consequências mais ou menos severas no período de retração dos ciclos.

Como peças fundamentais deste sistema, os bancos comerciais, inseridos em um ambiente concorrencial e também regulamentado, reagem a estas condições, utilizando inovações financeiras para alavancar a expansão da oferta monetária e suas possibilidades de lucro. Ditam o ritmo do processo de transformações na estrutura financeira, alterando as configurações monetárias existentes. Belluzzo (1997; p. 152) destaca que: “Em geral, a capacidade de inovação dos mercados – através da criação de novos instrumentos de intermediação financeira e do surgimento de novos intermediários – tem sido responsável pelas transformações ocorridas nos regimes monetários”. A confiança na moeda, nos negócios, permite que o otimismo catalise os períodos de expansão; a desconfiança e o pessimismo intensificam a retração do sistema.

A estrutura financeira e os balanços patrimoniais das instituições pertencentes ao sistema bancários, sob um olhar macro e microeconômico, respectivamente, determinariam a morfologia dos ciclos, “amplificando ou amortecendo seus movimentos” (Belluzzo; 1997; p. 152). Durante estes períodos, o papel exercido pela Autoridade Monetária em controlar as inovações e o impulso expansivo do sistema bancário é determinante na constituição da forma como se processará a retração do ciclo. Pois desta atuação depende a maneira como o investimento será financiado, se será mais ou menos especulativa. Também é essencial sua função de emprestador de última instância, impedindo a deflação dos ativos, falências generalizadas e o colapso do sistema financeiro.

Seguindo a lógica do lucro, as instituições bancárias procuram inovar para aumentar seus rendimentos, e, como consequência, tem-se o aumento da oferta monetária. O Banco Central, na busca de evitar a fragilização do sistema, constrange o espaço de atuação dessas instituições, via imposição de taxa de juros e obrigação de níveis mínimos de reserva. A inovação financeira apresenta-se como o meio de superar tais restrições. Ainda segundo Minsky, o jogo entre a Autoridade Monetária e os bancos é injusto, pois os interesses dos banqueiros, os lucros que eles podem auferir, são muito maiores daqueles dos burocratas do governo. E, normalmente, são os primeiros que vencem o jogo, desestabilizando a economia: “*The profit-seeking bankers*

*almost always win their game with the authorities, but, in winning, the banking community destabilizes the economy; the true losers are those who are hurt by unemployment and inflation*”<sup>37</sup> (Minsky; 2008; p. 279).

A tensão e a interdependência entre a Autoridade Monetária e o impulso inovador do sistema bancário é evidente durante todo o século XX, na economia norte-americana, especialmente após o período de instabilidade financeira do entre-guerras. Pois neste período, conforme é relatado neste capítulo, primordialmente na história do capitalismo norte-americano, acontece uma reforma financeira profunda que, dentre outros aspectos, normatizou o papel exercido pelo recém-criado *Federal Reserve* e limitou o escopo de atuação das instituições bancárias e financeiras. Criam-se, assim, as condições macroeconômicas que, ao mesmo tempo, possibilitam o desenvolvimento do setor bancário e permeiam as tensões entre bancos comerciais e bancos centrais, que se desenvolverá até os dias atuais.

Sucintamente, sobre o padrão-ouro, no entre-guerras fica clara a incapacidade deste sistema em lidar com as novas configurações sociopolíticas e econômicas que afloraram à época. A dificuldade de coordenação entre os países das economias centrais acabou por sepultar este arcabouço institucional no início da década de 1930. Nesta mesma década, os países capitalistas perceberam-se afogados na crise mais profunda, jamais vista, da história do capitalismo, a de 1929. Neste cenário de incerteza, o Estado norte-americano lança em meados da década de 1930, políticas de gasto na busca de retirar o país da crise e sustentar o emprego e a renda da economia. Também são instauradas limitações à atuação do sistema financeiro, principalmente, pelo *Glass Steagall Act*, de 1933.

O pressuposto teórico da economia monetária de Keynes, segundo a análise sistêmica de Belluzzo, estabelece que numa economia moderna a demanda por moeda é essencialmente demanda por depósitos bancários, conforme já destacado no decorrer deste capítulo. Esse argumento teórico consolida uma categoria de análise da demanda por moeda que é a criação da moeda bancária por meio de laços sociais fundamentalmente convencionais, baseados em um sistema fiduciário historicamente determinado. A moeda-crédito no capitalismo norte-americano

---

<sup>37</sup> “Os banqueiros, que buscam pelo lucro, quase sempre ganham o jogo contra as autoridades, mas, ganhando, a comunidade bancária desestabiliza a economia; os verdadeiros perdedores são aqueles que são atingidos pelo desemprego e pela inflação”.

consolidou-se, em um período que vai da constituição plena de um espaço industrial-bancário de acumulação nacional, aos fins do século XIX, até o início do século XX, com a criação do Fed (1913) e o abandono interno do padrão ouro (1934). A moeda fiduciária como principal expressão das relações monetárias se consolida na década de 1970, com o fim da paridade dólar-ouro. Neste longo processo o banco (e a sua contraparte no crédito) é crucial na determinação do nível de riqueza na sociedade.

No avanço do papel desempenhado pela moeda fiduciária, e das possibilidades de fragilização financeira, a supervisão exercida pela Autoridade Monetária torna-se de vital importância para o sistema. A moeda de crédito facilita um maior descolamento entre as esferas industrial e financeira, o que pode desencadear, durante a retração do ciclo, numa deflação severa de ativos. Neste ambiente econômico, a forma como se solucionam as tensões entre a Autoridade Monetária e os bancos comerciais configura os rumos da renda, do emprego e da riqueza na economia.

## **Capítulo 2 – Atividade bancária em Bretton Woods: concorrência, inovação e limites da atuação do Federal Reserve**

### **2.1 – Introdução**

Este capítulo visa analisar, sob a perspectiva teórica de Hyman Minsky, que a estabilidade macroeconômica cria endogenamente instabilidade<sup>38</sup>, e as especificidades da expansão da moeda-crédito durante o período de Bretton Woods. Para este fim, analisar-se-á o impulso das inovações financeiras na gestão da firma bancária e como os diferentes objetivos do gerenciamento feito pela Autoridade Monetária e pelos bancos desencadeiam tensões no sistema econômico. A inovação é a principal ferramenta de reação ao marco regulatório o qual circunscreve a atividade bancária, pois como qualquer outro agente econômico, os bancos estão submetidos à lógica da concorrência, almejam lucros e buscam sobreviver no mercado. Ativamente procuram lacunas para obter vantagens dentro do arcabouço institucional em que estão inseridos.

A contradição, estudada no capítulo anterior, de a moeda ser ao mesmo tempo o “objeto do desejo privado” e um “bem público” necessário para as trocas e inter-relações sociais, é exacerbada neste ambiente em que os bancos comerciais, como emissores privados de moeda, confrontam os seus objetivos pecuniários internos com os sociais da Autoridade Monetária, que vê nos bancos também sua outra face de serem os agentes que lubrificam o sistema capitalista ao prover liquidez. Estas duas instituições, em âmbito macroeconômico, se revestem das contradições que já estão concebidas na própria moeda.

No decorrer do capítulo, percebe-se, pela análise das estruturas patrimoniais do sistema bancário, que houve uma mudança profunda nas estratégias dos bancos, a partir da década de 1960. O gerenciamento do passivo pelos bancos comerciais norte-americanos, já em meados da década de 1950, alterou a dinâmica do sistema financeiro e impôs novos desafios à gestão feita pela Autoridade Monetária. Sofrendo concorrência maciça com a inserção de outras

---

<sup>38</sup> Esta premissa será mais bem desenvolvida no decorrer do capítulo.

instituições de intermediação financeira, os bancos precisaram se adequar à nova morfologia do mercado. Porém, como será visto, no capítulo seguinte, as consequências destes processos trarão mudanças profundas à dinâmica do mercado financeiro.

A importância de reconsiderar a experiência financeira do período de Bretton Woods, de maneira que as perguntas do momento presente busquem no passado suas respostas, refere-se à distinção entre este e outros períodos da história do capitalismo, pois somente aqui o impulso do capital financeiro, nas principais economias capitalistas, foi atrofiado pelos controles dos fluxos de capitais e regulação do sistema bancário, entendendo-a como a criação de mecanismos para impedir que, em termos macroeconômicos, as finanças sobreponham seus interesses aos do investimento. A moeda administrada, na concepção keynesiana, teve aqui sua principal experiência e os ciclos econômicos foram amortecidos durante os períodos de retração.

## **2.2 – A expansão da atividade bancária no período de Bretton Woods**

Sob os aspectos teóricos examinados no primeiro capítulo, será feita uma análise da atuação do sistema bancário norte-americano durante o período de Bretton Woods. Durante os vinte anos que sucederam a Segunda Guerra Mundial, o investimento foi validado, criando expectativas positivas em relação ao futuro da economia. Concomitantemente, foi reorganizado o sistema financeiro internacional e floresceram inovações. A inovação bancária-financeira foi a principal força dissipativa das instituições criadas em Bretton Woods, ela serviu para: criar novos mercados financeiros, como o mercado de eurodólares; aprofundar outros já existentes, como o mercado monetário e de capitais norte-americanos; criar novas práticas do sistema bancário, como o gerenciamento do passivo; e alterar a estrutura do balanço patrimonial das instituições presentes no mercado, principalmente, do sistema bancário. Ela configura-se como protagonista no processo de fragilização financeira do período.

Devido ao desenvolvimento e à evolução da economia capitalista durante o período, percebe-se que, pouco a pouco, o marco regulatório, concebido após a crise de 1929, visto no capítulo anterior, para controlar o sistema bancário-financeiro norte-americano, fica

continuamente ineficiente para ser aplicado ao novo cenário que se consolida. A economia robusta do pós-guerra torna-se crescentemente frágil, por aumentar suas posições devedoras. Como a economia do pós-guerra fora regulamentada e, inicialmente, era pouco financeirizada, foi preciso um crescimento de longa duração, de vinte anos, para que ela perdesse seu vigor. Seguindo a tipologia desenvolvida por Minsky, os agentes deixam de ter posição *hedge* e passam para *speculative* ou *Ponzi*. O que culmina na crise do sistema de Bretton Woods, em 1973.

A análise do sistema bancário para entender a dinâmica da economia durante o período é fundamental. Devido à condição dos bancos comerciais de serem intermediários financeiros e emissores de moeda-crédito, é possível, pelo exame de seus balanços, compreender as tendências e a dinâmica dos outros agentes da economia, e, então, da economia como um todo. Eles interagem tanto com as famílias, firmas não-bancárias e governo, quanto com as outras instituições do sistema financeiro.

Este item divide-se em três partes, na primeira, utilizando como referência o período de Bretton Woods, procura-se compreender os objetivos do negócio bancário, conforme as concepções de Minsky. Na segunda, analisam-se dados do período, para que se possa entender com profundidade a importância do sistema bancário na crise de Bretton Woods. Na terceira, busca-se compreender o ambiente concorrencial em que os bancos comerciais estão inseridos.

### 2.2.1 – O negócio bancário

Conforme visto, sob a ótica keynesiana, a atividade bancária pode ser uma força causadora de desequilíbrios no sistema financeiro e induzir a amplificação da instabilidade ao potencializar forças dos mercados, ao agir de forma a não permitir que equilibrem os preços de oferta e demanda dos ativos<sup>39</sup> e, também, ao alavancar o endividamento da economia, mesmo sendo indispensável à acumulação de capital, ao financiamento do investimento e ao crescimento econômico. Neste subitem do trabalho, serão analisadas as estratégias dos bancos para aumentar a

---

<sup>39</sup> Quando o banco expande a oferta monetária e o crédito para que investidores comprem determinado tipo de ativo financeiro, por não haver escassez de dinheiro o preço não se equilibra e aumenta continuamente até que se diminua o crédito ofertado ou até o ponto que a “bolha estoure”.

rentabilidade e como que, nesta busca, os bancos provocaram a fragilização da economia durante o período de Bretton Woods.

Como visto, o dinheiro bancário é a principal moeda do sistema financeiro. Por isso, conforme constata Minsky (2008a; p. 256), a principal atividade bancária é, basicamente, o ato de aceitar. Quando um banco aceita um instrumento de débito, ele concorda em fazer pagamentos específicos no lugar do devedor; este aceite bancário pode então ser vendido em um mercado secundário organizado. Um empréstimo bancário equivale à compra de uma nota pelo banco que foi aceita. O gerenciamento bancário procurará equilibrar as posições ativas e passivas do balanço desta instituição.

A principal dificuldade encontrada no gerenciamento dos bancos comerciais é o dilema entre deixar ou não recursos ociosos em caixa (seu ativo mais líquido), que não rendem juros, para atender à demanda dos depositantes – ou mesmo ativos denominados de quase moedas, por sua alta liquidez, como letras, notas e obrigações do tesouro de emissão recente, pois quanto maior a quantia desses ativos, maior o custo de oportunidade do banco por não investir em outros mais vantajosos. Normalmente, os bancos comerciais evitam trabalhar com recursos ociosos em caixa e com grandes montantes de ativos de alta liquidez, além do calculado para atender os demandantes de recursos para um período específico e, usualmente, preferem manter papéis negociáveis, no caso de demanda inesperada, ou buscar captação no mercado de capitais.

Por serem ao mesmo tempo intermediários financeiros e criadores da moeda-crédito, os bancos comerciais submetam-se a vários tipos de risco: variação de taxa de juros; de mercado; de crédito; tecnológico e operacional; dentre outros<sup>40</sup>. O risco rotineiramente administrado pelos bancos, intimamente correlacionado com a gestão do passivo bancário, e em parte com a de seu

---

<sup>40</sup> Saunders (2007; p. 97-101) define **o risco de variação de taxas juros** como os risco derivado do descasamento de prazos e taxas de juros entre passivos e ativos. **O risco de mercado** aparece sempre que uma instituição financeira assume posições em títulos de renda fixa, ações, mercadorias e derivativos em função da volatilidade dos preços (SAUNDERS; 2007; p. 101). **O risco de crédito** ocorre quando “os fluxos de caixa prometidos pelos títulos primários possuídos por instituições financeiras podem não ser pagos integralmente” (idem; 2007; p. 101). **O risco tecnológico** ocorre quando “os investimentos em tecnologia não produzem as reduções esperadas de custo, em termos de economia de escala ou de escopo” (idem; 2007; p. 104). **O risco operacional** relaciona-se, em parte, com o risco tecnológico, “e pode surgir sempre que a tecnologia existente deixa de funcionar adequadamente, ou os sistemas de apoio falham” (idem; 2007; p. 104-5). **O risco de operações fora de balanço** pode afetar a estrutura futura do balanço de uma instituição financeira, pois envolve a geração de ativos e passivos condicionais (idem; 2007; p. 103).

ativo, é o risco de liquidez. Como trabalham alavancados e mais de 90% do seu ativo é financiado por terceiros<sup>41</sup>, a liquidez bancária é administrada diariamente. Eles gerenciam-na por meio de cálculos sazonais de demanda por saque e tentam deixar ocioso apenas o necessário para suprir esta demanda. Mas como não têm em caixa todos os depósitos feitos por seus clientes, caso haja uma crise financeira, ou uma desconfiança quanto à reputação bancária, talvez não consigam suprir a demanda por recursos durante uma corrida por saques. E, normalmente, em momentos de insegurança, os canais normais de acesso dos bancos a recursos financeiros se fecham, o que os deixa fragilizados.

Esta preocupação perene na gestão dos bancos comerciais, o controle do risco de liquidez, está diretamente associada à gestão do passivo e, em parte, do ativo. O problema sob a ótica do passivo aparece quando os depositantes, os detentores de direito de saque, resolvem, inesperadamente, converter o seu dinheiro bancário em papel moeda. O banco, em questão, necessita captar fundos para liquidar uma parte de seu ativo para atender esta demanda por liquidez. Como evitam deixar grandes somas ociosas, podem ser obrigados a liquidar um ativo antes do prazo de maturação, de maior custo, ou tomar emprestado. Por isso, precisam constantemente desenvolver meios de refinanciamento das posições passivas. O risco de liquidez pode advir igualmente pelo lado do ativo quando as linhas de crédito pré-aprovadas pelos bancos aos seus clientes são utilizadas e os recursos são drenados do sistema bancário. Neste caso, também, precisam buscar captação, conforme descrito. Normalmente, porém, a moeda-bancária permanece no sistema bancário. Muita das inovações feitas pelos bancos tem o objetivo de diminuir a necessidade de retiradas feitas pelos seus clientes. Para saques maiores que os previstos os bancos buscam fazer gestão do passivo para captar fundos, pois esta técnica permite que os ativos dos bancos e a sua rentabilidade não se alterem.

Os ativos dos bancos são, em sua maioria, financeiros. Uma característica peculiar destes, conforme assinala Minsky (2008a; p. 262), concerne ao fato de que têm um valor de face e também um valor de mercado. Em situação normal da economia, ambos se equiparam. O valor de mercado de um banco, como de qualquer outra instituição que almeje lucros, é o valor capitalizado de seus ganhos futuros. E a taxa de capitalização reflete a taxa de juros do mercado,

---

<sup>41</sup> (Federal Reserve, ver a tabela 4).

a segurança presumida e a expectativa de crescimento dos ganhos. A diferença do valor de mercado e do valor de face das ações de um banco indica se o investimento nesta instituição vale a pena. O objetivo dos bancos então é de aumentar o seu valor de mercado.

Minsky define a alavancagem dos bancos como sendo a proporção entre ativos e suas ações emitidas<sup>42</sup>. Assinala que esta taxa pode usada como indicador de quanto um banco consegue fazer que as dívidas de outras instituições sejam aceitas pelo público, por meio do uso do seu nome e da sua credibilidade. Exemplo deste poder de reputação dos bancos é o aceite bancário<sup>43</sup> nas transações de exportações e importações, na qual o importador só pagaria ao exportador numa data futura. Os aceites, neste caso, substituem a credibilidade do importador pela do banco:

O banco age como intermediário garantindo o pagamento de mercadorias na data especificada. O banco garante o pagamento ‘aceitando’ uma ordem de pagamento a prazo emitida contra ele pelo exportador (...). O banco que emite o aceite vende-o com deságio a um *dealer* no mercado secundário ou fica com ele em sua carteira de investimento. Em ambos os casos o exportador recebe o pagamento imediato das mercadorias despachadas. No vencimento, o banco recebe o pagamento do importador e paga ao detentor dos aceites (Meek; 1984; p. 90).

Neste exemplo, também fica clara a importância do mercado monetário para a negociação secundária dos aceites bancários, em que o banco rapidamente consegue repor os fundos emprestados ao importador.

O indicador de alavancagem também pode ser utilizado para mensurar quanto do dinheiro de outrem os bancos utilizam para comprar ativos (Minsky; 2008a; p. 262). A estratégia dos bancos visa ao aumento da alavancagem, enquanto que a autoridade monetária tenta fazer que o patrimônio líquido cresça mais que o ativo, ou seja, o inverso, criando-se tensões dentro do sistema. Mantendo-se os custos operacionais dos bancos constantes, a lucratividade dos bancos sobe, tanto pelo aumento dos ganhos marginais do passivo, como pelo crescimento da taxa de alavancagem. Se os bancos tentam crescer a uma taxa maior daquela que a autoridade monetária estima que a economia vá crescer – ou seja, a uma taxa maior que a taxa de expansão monetária feita pela autoridade monetária – é introduzida uma tensão dentro da economia, pois para

---

<sup>42</sup> “*Bank leverage, the ratio of assets to equity (...)*” (MINSKY; 2008a; p. 262).

<sup>43</sup> O mercado de aceites bancários floresceu depois do Federal Reserve Act, de 1913, autorizando os bancos a operar com este tipo de financiamento em âmbitos nacional e internacional (MEEK; pag. 87).

aumentar a lucratividade dos bancos, eles teriam de expandir os seus ativos e a autoridade monetária tentaria conter a taxa de crescimento do passivo dos bancos. Por isso, eles encontram-se sob constante pressão para inovar. E se tiverem taxas de lucratividade menores que a de outros negócios, sofrerão pressões do mercado para aumentá-las, uma vez que para os investidores acionistas não importa a empresa em que invista, e sim a rentabilidade que proporciona, por isso há forças do mercado puxando para um aumento da lucratividade dos bancos.

Para isso, os bancos alavancam-se fornecendo crédito para todos os setores, como famílias, governo e empresas. Toda a economia torna-se devedora e fragilizada. O aumento da alavancagem bancária é possibilitado pela singularidade de serem os emissores da moeda-crédito da economia e pelas constantes inovações que introduzem com o intuito de evitar que esta expansão seja contida pelos depósitos de reservas no Banco Central. Consequentemente, a expansão da lucratividade dos bancos carrega consigo um endividamento coletivo.

Minsky (2008a; p. 257) elenca os tipos de passivo dos bancos, separando-os entre “passivos abertos” e “passivos cobertos”<sup>44</sup>. Os primeiros são compostos principalmente das seguintes obrigações: depósitos à vista, depósitos a prazo fixo, remuneração dos acionistas, fundos (vários tipos de empréstimos), certificado de depósitos, acordos de recompra e fundos federais (empréstimos no interbancário). E os segundos: linhas de crédito pré-aprovadas, aceites bancários – trata-se do passivo que um banco possa vir a ter, caso o cliente aceite tomar o empréstimo pré-aprovado pelo banco, ele é contingencial. O ativo coberto de um banco compõe-se de várias formas de dinheiro, empréstimos, títulos e relacionam-se ao passivo coberto.

O passivo aberto dos bancos tem custo previamente calculado, trata-se da maior despesa. Ele detém custos de taxas de juros explícitos, exceto depósitos à vista que normalmente não pagam juros, mas têm custos operacionais calculados. Os bancos ativamente procuram por estes tipos de depósito.

Como o ativo coberto é contingencial, o passivo correspondente não têm custos totalmente previstos e podem surpreender os bancos, se tais ativos forem muito utilizados em um momento de expansão da economia. Conforme descrito antes, uma crise de liquidez pode ser

---

<sup>44</sup> “overt liability” e “covert or contingent liability”.

desencadeada pelo uso maciço destes ativos. As reservas bancárias, mantidas em cofres no próprio banco, ou no Banco Central, necessárias para atenderem demandas por saques, possuem também um custo “coberto”, é o custo de não se aplicar esta soma e de deixá-la ociosa. Diferentes passivos absorvem diferentes quantias de reservas, como exemplo, os depósitos à vista absorvem mais do que aqueles a prazo. Já passivos como certificados de depósitos, contratos de recompra, eurodólares e empréstimos não absorvem.

O gerenciamento do passivo procurará equilibrar o custo aberto e o custo coberto, pois quando as taxas de juros sobem, ambos os custos também sobem, a estratégia do banco em utilizar tipos de passivo com custo aberto maior e coberto menor – como os certificados de depósitos, que não requer o depósito de reservas – ou utilizar aqueles com custo aberto menor e coberto maior, depende do cálculo do custo de oportunidade de não se utilizar os fundos depositados no Banco Central. Comparando-se o custo total de cada passivo, os bancos optam por um ou outro.

O cálculo feito pelos bancos na década de 1960, além de levá-los a criar diferentes formas de passivos para minimizar os custos cobertos, fê-los procurar por ativos que economizassem reservas e que tivessem mercados secundários bem desenvolvidos, para negociar os novos títulos de dívidas, diminuindo o custo destes passivos para o banco. Os certificados de depósitos tornaram-se, a partir de meados da década de 1960, uma importante ferramenta de gerenciamento do passivo utilizada pelos bancos, pois se tratava de uma excelente alternativa de adquirir recursos para atender demandas por empréstimos, conforme constata Minsky (2008a; p. 270): *“CDs, especially large-denomination negotiable CDs, are a major tool of liability-management banking, which is the aggressive pursuit and juggling of liabilities to acquire funds to finance positions”*<sup>45</sup>.

Com o intuito de escapar dos controles de reserva bancária impostos pelo Banco Central, os bancos comerciais, durante a década de 1960, inovaram na gestão do passivo. Passaram a expandir a atividade – o ativo – evitando comprometer recursos captados em depósitos compulsórios. Serão detalhados a seguir, os diferentes mecanismos criados para este

---

<sup>45</sup> “CDs, especialmente CDs de longo prazo negociáveis, são a principal ferramenta do gerenciamento do passivo bancário, o qual é uma atividade agressiva e de malabarismo do passivo, a fim de adquirir fundos para financiar as posições bancárias”.

fim. Os bancos comerciais, para não efetuarem depósitos em reservas, criaram distintas formas de passivos e incentivaram o desenvolvimento de mercados para negociá-los, estas inovações não somente liberaram os bancos da necessidade de depósito de reservas, como também enfraqueceram os outros canais tradicionais de políticas monetária – mercado aberto e redesconto – utilizados pelo Banco Central, como será visto no decorrer do capítulo.

Antes deste processo, até 1960, para aumentar a rentabilidade, os bancos costumavam alterar a estrutura de seus ativos alternando entre empréstimos e títulos do governo (dívida governamental), de acordo o andamento da taxa de juros. Os títulos do governo também eram a principal ferramenta dos bancos para conseguir liquidez, conforme destaca Minsky (2008a; p. 81):

*At the end of World War II the commercial banks were replete with government securities. The government-security market was the primary position-making market, and the Treasury bill was the primary position making instrument. Banks that had excess cash would buy Treasury bills and banks that had cash (reserve deposit) deficiencies would sell Treasury bills<sup>46</sup>.*

A introdução de Certificados de Depósitos para pessoa jurídica no atacado pelo Citibank, em 1961, marca o início do gerenciamento de passivos de forma ativa pelos Bancos Comerciais norte-americanos, cuja grande vantagem foi que, se a empresa comprasse um certificado de depósito por um prazo determinado do banco comercial e precisasse de liquidez antes do vencimento deste título, ela poderia negociá-lo em um mercado secundário organizado, e não incorreria das perdas contratuais caso tivesse de reaver esta quantia diretamente junto ao banco comercial que lhe vendera. Havia, portanto, vantagens para o cliente do banco, por não imobilizar completamente os seus recursos; e para o banco comercial, que captava por um prazo específico e não era obrigado a depositar recursos a mais por isso no Banco Central (Guttman; 1994; pag. 158).

O gerenciamento do passivo dos bancos tentará buscar as melhores oportunidades de se manter um tipo ou outro de dívida. Conforme explicado acima, esta vantagem atrela-se à taxa

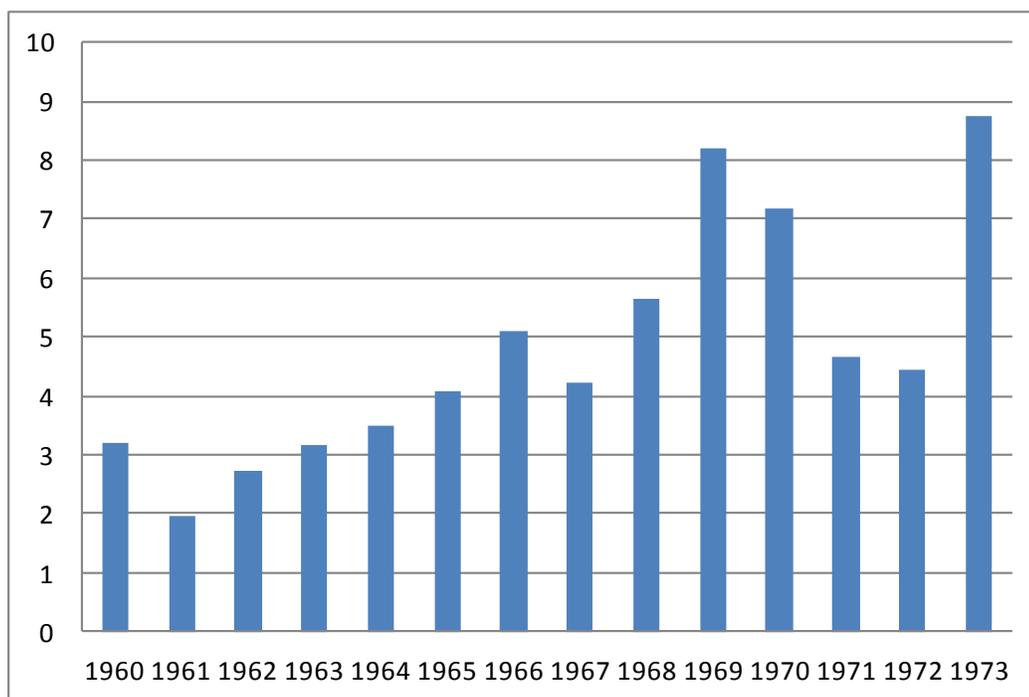
---

<sup>46</sup> “No fim da Segunda Guerra Mundial, os bancos comerciais estavam repletos de títulos do governo. O mercado de títulos governamentais se configurava como o principal mercado para a captação de recursos e as letras do Tesouro como o principal instrumento de captação. Bancos com excesso de liquidez compravam letras do Tesouro e bancos com deficiência de liquidez vendiam-nas.”

de juros, ou seja, com o custo de determinado passivo. Os bancos são operadores ativos no mercado de capitais, cujos lucros variam conforme os investimentos realizados, podendo ser beneficiados pelas vendas e compras de ativos.

No Gráfico 1, pode-se verificar que houve um aumento da taxa básica de juros da economia norte-americana, a taxa do interbancário (*federal funds interest rate*)<sup>47</sup>, durante a década de 1960, caindo no início da década de 1970. Pela análise anterior, infere-se que a estratégia dos bancos durante a década de 1960 foi a de “economizar reservas”:

**Gráfico 1: Taxa de Juros: Federal Funds – 1975 a 1986**



Fonte: Federal Reserve, *historical data*, elaboração própria; média do período.

O uso crescente pelos bancos de inovações financeiras – como contratos de recompra, certificados de depósitos, empréstimo no interbancário e no mercado de eurodólares – para

<sup>47</sup> “The federal funds rate is the interest rate at which depository institutions lend balances at the Federal Reserve to other depository institutions overnight”. ([www.federalreserve.org](http://www.federalreserve.org)).

gerenciar passivos e ativos com maior flexibilidade, a partir da década de 1960, muito se deve ao aprofundamento do mercado monetário e de capitais<sup>48</sup> norte-americano, também ocorrido neste mesmo período. As inovações bancárias estão atreladas ao fortalecimento destes mercados e, de certa forma, ambos desenvolveram-se concomitantemente, por haver uma relação mútua de interesses e necessidades:

(...) o dono de certificados de depósitos negociáveis ou de outros instrumentos de dívida não precisa mais esperar a maturidade de seus ativos para conseguir dinheiro; pode vender o ativo à vista a um *dealer*, que compra e vende com um *spread* reduzido. Quanto maior a atividade de rotina de um setor do mercado monetário, menor o custo de transação para o investidor (Meek; 1984; p. 72).

Apesar de os instrumentos do mercado monetário e de capitais serem concorrentes daqueles dos bancos na captação de fundos, os bancos se integram neste mercado e lá conseguem fundos a baixo custo para atender a demanda inesperada por liquidez, podendo ter maior flexibilidade para captar e aplicar recursos.

A busca dos bancos em aumentar a própria lucratividade instabiliza a economia, pois as inovações financeiras criadas para gerenciar o passivo permitem que eles atendam prontamente a demanda por moeda-crédito e que o dinheiro seja endogenamente determinado, os limites à expansão do crédito são dados pela estratégia de lucro dos bancos, crédito, conforme estes instrumentos se desenvolvem. O controle das reservas feito pelo Banco Central, por meio do depósito do compulsório, é insuficiente para impedir a expansão dos ativos e passivos dos bancos. Enquanto os bancos tiverem interesse em ofertar moeda para atender os demandantes, eles contornam as regras estabelecidas pelo Banco Central e oferecem moeda-crédito a estes clientes. A expansão do crédito na década de 1960, conforme assinala Guttmann (1994; p. 159), torna vulnerável a posição dos bancos: “*Customers no longer had to be denied loans because of a lack of funds. But the rapid expansion of their [dos bancos] lending activity made possible by such liability management ultimately left U.S. banks in a more vulnerable position*”<sup>49</sup>.

---

<sup>48</sup> Segundo Meek (1984; p. 71): “Convencionalmente, o *mercado monetário* é definido de forma a incluir títulos com prazo de vencimento até um ano, enquanto que o mercado de capitais abarca prazos mais longos e ações de empresas”.

<sup>49</sup> “Não era mais necessário negar empréstimos a clientes por falta de fundos. Mas a rápida expansão da atividade de empréstimos bancários possibilitada pelo gerenciamento do passivo, por fim deixou os bancos norte-americanos em uma posição mais vulnerável”.

Não apenas o risco de crédito aumentou no período, mas também risco de variação da taxa de juros, pois o prazo dos passivos utilizados para financiar o investimento em ativos estava descasado, sendo menor o prazo dos primeiros em relação aos segundos. Caso haja aumentos da taxa de juros, uma nova captação pode ser mais custosa do que a já contratada rentabilidade dos ativos de prazo mais longos. Esta diminuição de prazo de maturação dos passivos aconteceu porque os bancos comerciais aumentaram a capacidade que tinham de financiar novos negócios, graças à diversificação de seus instrumentos de captação (Minsky; 2008; p. 87).

A atuação do Banco Central como prestador de última instância – apesar de necessária à manutenção da estabilidade do sistema financeiro – e a implantação de seguros de depósitos fazem que os agentes do mercado não sintam a necessidade de avaliar constantemente a atuação dos bancos comerciais, de maneira que fizessem eles próprios um monitoramento da atividade bancária, ao invés disso, passam a negligenciar os indicadores de endividamento e alavancagem que poderiam demonstrar a fragilização do sistema. A atuação do Banco Central leva, involuntariamente, a um aumento do risco moral da economia.

O bom desempenho econômico do período e a validação do investimento contribuem para que os bancos se arrisquem mais, diminuam as margens de segurança de seus investimentos, e, como consequência, da economia. Optam por instrumentos de captação com prazos menores que de seus ativos, pois acreditam que, pelo cenário positivo, será possível renegociá-los em mercados secundários. Os bancos ficam cada vez mais dependentes das boas condições do mercado para atenderem aos seus compromissos financeiros.

### *2.2.2 – Evolução Patrimonial dos Bancos Comerciais*

Na tabela 1 e tabela 3, abaixo, tem-se a proporção de cada ativo em relação ao ativo financeiro total dos bancos comerciais norte-americanos. Na tabela 2 e tabela 4, os passivos em relação a soma do passivo financeiro total e patrimônio líquido. As tabelas 1 e 2 referem-se ao balanço patrimonial dos bancos comerciais norte-americanos para a década de 1950. Já as tabelas 3 e 4 fornecem os mesmo dados para a década 1960 e início dos 1970.

Pode-se, então, verificar, pela análise dos dados, a atuação dos bancos comerciais norte-americanos entre a década de 1950 e início dos anos 1970. Conforme análise anterior, verifica-se que os bancos buscaram passivos que comprometessem menores níveis de depósitos de reserva no Fed, durante o período analisado. As reservas depositadas no Banco Central norte-americano, como porcentagem do ativo financeiro, passaram de 11,82% em 1952 para 3,56 em 1973. Também é visível a estratégia dos bancos em diversificar os tipos de investimento deixando de adquirir as denominadas quase-moedas, os títulos do tesouro. A importância destes em relação ativos financeiros era de 38%, no início da década de 1950, e passou para 8%, em meados da década de 1970. Todos os outros ativos dos bancos, exceto as disponibilidades em caixa, beneficiaram-se desta mudança de portfólio, o que evidencia a busca dos bancos por maior rentabilidade. A rubrica “empréstimos bancários” passou de 19%, em 1952, para 31%, do ativo, em 1973. Em suma, os bancos procuram por ativos que fossem mais rentáveis que os títulos do tesouro.

**Tabela 1: Ativos dos bancos comerciais norte-americanos de 1952-1959, em porcentagem do ativo financeiro total**

<b>Anos</b>	<b>1952</b>	<b>1953</b>	<b>1954</b>	<b>1955</b>	<b>1956</b>	<b>1957</b>	<b>1958</b>	<b>1959</b>
<b>Ativos financeiros totais</b>	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Caixa</b>	1,63	1,45	1,35	1,43	1,68	1,67	1,51	1,37
<b>Reserva no Fed</b>	11,82	11,65	10,34	10,12	9,83	9,54	8,62	8,29
<b>Depósitos a vista e caixa</b>	0,10	0,10	0,09	0,09	0,10	0,11	0,11	0,03
<b>Crédito bancário total</b>	85,51	85,85	87,03	87,34	86,98	87,00	88,08	88,59
<i>Aplicações no Open Market</i>	0,34	0,33	0,44	0,28	0,30	0,34	0,41	0,36
<i>Títulos do Tesouro</i>	37,95	37,07	38,20	33,17	30,60	29,56	31,28	27,16
<i>Empresas patrocinadas pelo governo</i>	1,25	2,08	1,94	1,53	1,24	1,21	1,39	0,85
<i>Títulos Municipais</i>	6,11	6,34	6,97	6,88	6,74	7,05	7,76	7,79
<i>Títulos estrangeiros e corporativos</i>	1,39	1,38	1,26	1,13	0,83	0,86	0,78	0,73
<i>Empréstimos bancários</i>	19,81	18,58	17,56	21,07	23,32	23,68	22,41	25,25
<i>Hipotecas</i>	9,40	9,74	10,17	11,18	11,71	11,69	11,88	12,84
<i>Crédito ao consumo</i>	7,26	8,10	7,82	9,15	9,73	10,14	9,64	11,03
<i>Títulos de Crédito</i>	1,99	2,23	2,66	2,95	2,52	2,47	2,52	2,57
<i>Ações corporativas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
<b>Aceites bancários</b>	0,29	0,33	0,48	0,34	0,50	0,65	0,56	0,53
<b>Outros ativos</b>	0,64	0,62	0,71	0,68	0,92	1,02	1,12	1,18

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States – Elaboração própria.

<b>Tabela 2: Passivos dos bancos comerciais norte-americanos de 1952-1959, em porcentagem do passivo financeiro total e PL</b>								
<b>Anos</b>	<b>1952</b>	<b>1953</b>	<b>1954</b>	<b>1955</b>	<b>1956</b>	<b>1957</b>	<b>1958</b>	<b>1959</b>
<b>Passivos financeiros totais</b>	93,14	92,98	92,87	92,78	92,60	92,38	92,50	92,31
<b>Passivos líquidos no interbancário</b>	2,11	1,97	1,80	2,43	2,58	2,11	2,02	2,46
<i>Com a autoridade monetária</i>	0,65	0,55	0,45	0,90	0,87	0,74	0,62	0,93
<i>Com bancos domésticos</i>	0,42	0,45	0,40	0,55	0,58	0,39	0,41	0,55
<i>Com bancos estrangeiros</i>	1,04	0,97	0,95	0,98	1,13	0,98	0,98	0,97
<b>Depósitos a vista</b>	64,48	62,95	62,14	61,55	60,60	58,62	57,13	56,32
<i>Governo Federal</i>	2,93	2,40	2,29	1,97	1,92	1,95	1,98	2,30
<i>Resto do mundo</i>	0,82	0,62	0,66	0,60	0,74	0,87	0,80	0,82
<i>Doméstico privado</i>	60,72	59,94	59,19	58,97	57,94	55,80	54,35	53,20
<b>Depósitos de curto prazo e poupança</b>	21,95	22,86	23,11	23,33	23,80	25,72	26,41	27,49
<b>Depósitos de longo prazo</b>	2,88	3,35	3,83	3,55	3,33	3,34	4,32	3,43
<b>Fundos federais e contrato de recompra</b>	0,01	0,02	-0,01	-0,11	-0,11	-0,16	-0,12	-0,01
<b>Instrumentos no mercado de crédito</b>	0,29	0,33	0,48	0,34	0,50	0,66	0,56	0,53
<i>Papéis no mercado aberto</i>	0,29	0,33	0,48	0,34	0,50	0,66	0,56	0,53
<i>Títulos de corporações</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Taxas</b>	0,47	0,56	0,52	0,30	0,45	0,48	0,43	0,21
<b>Outros passivos</b>	0,95	0,93	1,01	1,39	1,44	1,59	1,75	1,88
<b>Patrimônio Líquido (PL)</b>	6,86	7,02	7,13	7,22	7,40	7,62	7,50	7,69
<b>Passivos financeiros totais e PL</b>	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Alavancagem</b>	14,58	14,25	14,02	13,86	13,51	13,12	13,34	13,00

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States – Elaboração própria.

**Tabela 3: Ativos dos bancos comerciais norte-americanos de 1960-1973, em porcentagem do ativo financeiro total**

<b>Anos</b>	<b>1960</b>	<b>1961</b>	<b>1962</b>	<b>1963</b>	<b>1964</b>	<b>1965</b>	<b>1966</b>	<b>1967</b>	<b>1968</b>	<b>1969</b>	<b>1970</b>	<b>1971</b>	<b>1972</b>	<b>1973</b>
<b>Ativos financeiros totais</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Caixa</b>	1,46	1,50	1,69	1,49	1,46	1,42	1,50	1,47	1,61	1,55	1,36	1,30	1,30	1,40
<b>Reserva no Fed</b>	7,46	7,05	6,51	5,96	5,73	5,40	5,45	5,23	4,88	4,69	4,67	4,81	3,87	3,56
<b>Depósitos a vista e caixa</b>	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04	0,05	0,06	0,06	0,06	0,07	0,09	0,10	0,13
<b>Crédito bancário total</b>	88,93	89,30	89,66	90,48	90,63	91,03	90,76	90,98	90,88	90,06	89,20	88,63	88,60	87,90
<i>Aplicações no Open Market</i>	0,53	0,88	0,75	0,71	0,80	0,58	0,54	0,72	0,65	0,75	0,95	0,94	0,82	0,65
<i>Títulos do Tesouro</i>	26,91	27,25	25,00	22,30	20,42	17,62	15,64	15,69	14,58	11,79	12,09	11,35	10,27	7,78
<i>Empresas patrocinadas pelo governo</i>	0,99	1,19	1,62	1,64	1,67	1,70	1,68	2,26	2,33	2,14	2,69	3,10	3,31	3,88
<i>Títulos Municipais</i>	7,72	8,30	9,57	10,52	10,82	11,36	11,36	12,48	13,15	12,63	13,57	14,32	13,57	12,57
<i>Títulos estrangeiros e corporativos</i>	0,61	0,50	0,51	0,31	0,45	0,37	0,36	0,56	0,55	0,41	0,58	0,68	0,79	0,73
<i>Empréstimos bancários</i>	25,45	24,68	25,02	25,95	26,54	28,90	30,20	29,02	29,11	31,46	29,93	28,71	28,93	31,52
<i>Hipotecas</i>	12,58	12,34	12,86	13,78	14,13	14,54	14,97	14,60	14,62	14,96	14,17	14,27	14,98	15,65
<i>Crédito ao consumo</i>	11,54	11,30	11,40	12,12	12,77	13,23	13,27	12,82	13,05	13,45	12,69	12,85	13,12	13,09
<i>Títulos de Crédito</i>	2,61	2,86	2,93	3,14	3,03	2,72	2,72	2,81	2,83	2,45	2,51	2,38	2,80	1,99
<i>Ações corporativas</i>	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02
<b>Aceites bancários</b>	0,89	1,09	0,99	1,01	1,09	0,99	0,99	1,07	0,99	1,16	1,36	1,36	1,04	1,17
<b>Outros ativos</b>	1,22	1,02	1,11	1,01	1,04	1,12	1,25	1,19	1,59	2,49	3,33	3,81	5,08	5,84

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States – Elaboração própria.

**Tabela 4: Passivos dos bancos comerciais norte-americanos de 1960-1973, em porcentagem do passivo financeiro total e PL<sup>50</sup>**

Anos	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<b>Passivos financeiros totais</b>	92,10	92,19	92,40	92,89	92,88	93,14	93,22	93,48	93,74	93,75	94,02	94,86	94,90	94,20
<b>Passivos líquidos no interbancário</b>	2,68	3,03	2,69	2,49	2,29	2,12	3,11	2,93	3,48	4,85	3,50	2,12	1,55	0,54
<i>Com a autoridade monetária</i>	0,83	0,98	1,10	0,92	0,89	0,69	0,74	0,65	0,82	0,77	0,89	0,76	0,90	0,57
<i>Com bancos domésticos</i>	0,56	0,80	0,49	0,44	0,21	0,31	0,52	0,48	0,57	0,51	0,59	0,35	-0,37	-0,24
<i>Com bancos estrangeiros</i>	1,29	1,25	1,11	1,13	1,19	1,12	1,84	1,80	2,10	3,57	2,02	1,01	1,02	0,21
<b>Depósitos a vista</b>	54,83	53,02	50,51	48,16	46,45	43,90	41,89	40,78	39,74	38,77	37,20	35,61	34,07	31,42
<i>Governo Federal</i>	2,60	2,41	2,67	2,29	2,09	1,62	1,38	1,30	1,12	1,07	1,53	1,76	1,64	1,30
<i>Resto do mundo</i>	0,83	1,14	1,10	1,15	1,35	1,28	1,26	1,21	1,20	1,23	1,23	1,04	1,19	1,43
<i>Doméstico privado</i>	51,41	49,47	46,74	44,72	43,02	41,01	39,26	38,27	37,42	36,47	34,44	32,81	31,24	28,69
<b>Depósitos de curto prazo e poupança</b>	27,31	28,17	30,67	32,41	32,93	34,16	35,20	36,16	35,67	35,29	34,93	36,20	35,28	32,43
<b>Depósitos de longo prazo</b>	4,84	5,49	6,11	7,10	8,05	9,07	9,17	9,72	10,25	6,55	10,52	11,61	12,82	16,16
<b>Fundos federais e contrato de recompra</b>	-0,11	0,01	0,02	0,01	0,17	0,51	0,46	0,41	0,58	1,85	0,90	1,50	1,63	3,56
<b>Instrumentos no mercado de crédito</b>	0,89	1,10	1,00	1,10	1,35	1,47	1,47	1,57	1,49	2,51	2,46	2,62	2,70	3,03
<i>Papéis no mercado aberto</i>	0,89	1,10	1,00	1,02	1,10	1,00	1,00	1,08	1,00	2,08	1,83	1,72	1,45	1,82
<i>Títulos de corporações</i>	0,00	0,00	0,00	0,08	0,25	0,47	0,47	0,49	0,50	0,43	0,63	0,90	1,25	1,21
<b>Taxas</b>	0,64	0,23	0,40	0,22	0,27	0,21	0,18	0,15	0,12	0,13	0,19	0,16	0,11	0,11
<b>Outros passivos</b>	1,02	1,14	1,01	1,41	1,37	1,70	1,73	1,76	2,39	3,80	4,33	5,05	6,73	6,95
<b>Patrimônio Líquido (PL)</b>	7,90	7,81	7,60	7,11	7,12	6,86	6,78	6,52	6,26	6,25	5,98	5,14	5,10	5,80
<b>Passivos financeiros totais e PL</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Alavancagem</b>	12,7	12,8	13,2	14,1	14,0	14,6	14,7	15,3	16,0	16,0	16,7	19,5	19,6	17,3

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States – Elaboração própria.

<sup>50</sup> O cálculo do patrimônio líquido foi feito pela diferença entre o total dos ativos financeiros e o total do passivo. Como o ativo físico, não financeiros, dos bancos comerciais, ficam normalmente abaixo de 2% do total de ativos, tem-se uma boa *proxy* do que seria o patrimônio líquido total.

Esta alteração nos ativos dos bancos requer uma mudança na composição do passivo bancário para que tenham ferramentas capazes de captar liquidez, quando necessária, e também um desenvolvimento dos mercados monetário e de capitais, conforme ressalta Minsky (2008a; p. 83):

*Since the total volume of position-making activity is related to the volume of financial assets, banks need to develop a wide array of position-making instruments – and market – in order to be able to function with such lower ratios of cash and reserves to total assets. For total assets to have increased relative to the reserve deposits and vault cash, the commercial banks had to develop reserve-economizing types of liabilities. Banks have been innovative in creating instruments that can be used to generate a flow of reserves toward a particular bank if the need arises, even as they free reserves in the banking system<sup>51</sup>.*

A crescente utilização destes instrumentos pode ser vista pela análise do passivo bancário. Nota-se uma evidente diminuição dos depósitos à vista, de 33% em relação ao total do passivo somado ao PL, de 1952 a 1973. Nas contas de “depósitos a curto prazo e de poupança” e de “depósitos a longo prazo”, estão contidos os certificados de depósitos de tais especificidades, estas contas funcionam então como uma *proxy* da captação via certificado de depósitos, consistente com a análise anterior de que os bancos optariam por passivos que economizassem reservas. A conta que contém os certificados de depósito de longo prazo quadruplicou sua importância em relação ao passivo na década de 1960, quando floresceram as inovações, após ter duplicado, na década de 1950 – coadunando com a já citada constatação de Minsky que os CDs à longo prazo negociáveis se tornaram a maior ferramenta de diversificação do passivo utilizada pelos bancos comerciais. Também é notória a expansão das operações compromissadas – os contratos de recompra, principalmente na década de 1960.

Percebe-se também que o patrimônio líquido dos bancos, como porcentagem dos passivos totais, decresceu e a alavancagem<sup>52</sup> aumentou mais de 50%, durante a década de 1960, evidenciando a potencial fragilização da economia, neste período, enquanto que, durante os anos

---

<sup>51</sup> “Como o volume total da atividade de captação de fundos se relaciona com o volume de ativos financeiros, os bancos precisam desenvolver um amplo rol de instrumentos de captação de recursos – e mercados – a fim de se tornarem capazes de trabalhar com baixas taxas de liquidez e reserva em relação ao ativo total. Para que os ativos totais cresçam em relação aos depósitos em reserva e ao dinheiro em caixa, no cofre, os bancos comerciais precisaram desenvolver tipos de passivos que economizassem reservas. Os bancos foram inovadores em criar instrumentos que podem ser usados para gerar um fluxo de reserva em direção a um banco em particular caso surja necessidade, mesmo quando eles liberam reservas no sistema bancário”.

<sup>52</sup> Nesta tabela a alavancagem foi calculada pela relação entre ativos e patrimônio líquido.

1950, ela manteve-se estável. No início dos anos 1970, o ativo financeiro dos bancos chegou a ser quase 20 vezes o patrimônio líquido, como pode ser visto na tabela 4.

Pela análise do balanço patrimonial dos bancos comerciais norte-americanos, evidencia-se a importância destas instituições na conformação do sistema monetário dos Estados Unidos, no pós-guerra, distinguindo-o do regime monetário anterior (do padrão ouro). Conforme destaca Guttman (1994; p. 88):

*“(...) the postwar monetary regime contained two forms of credit-money. One is state-issued currency (Treasury coins, Federal Reserve notes), which is put into public circulation via the banking system. The other, by far the largest component of our money supply, is the demand deposit issued by commercial banks in the wake of credit extension and out of excess reserves”<sup>53</sup>.*

A expansão do negócio dos bancos comerciais criava as condições para o crescimento da economia do pós-guerra, de 1948 a 1968. A elasticidade monetária oferecida pelo regime de acumulação monopolista, em que a oferta de moeda é endógena, conforme explicado anteriormente, somado as características da concorrência monopolista, em que há rigidez de preços dos bens e produtos contribuíram para dotar a economia do pós-guerra de maior flexibilidade e direcionamento dos gastos para o investimento. No entanto, ao mesmo tempo, criavam-se endogenamente as forças e tensões que levariam a própria *débâcle* do sistema, como o processo inflacionário.

Guttman (1994; p. 97) destaca três transformações da economia norte-americana que para serem possíveis necessitavam da expansão da moeda-crédito, no pós-guerra: a transição da concorrência competitiva de preço para monopolista, na indústria; o aumento do gasto do governo norte-americano; a reestruturação da economia global sob a liderança dos Estados Unidos.

Essas transformações que levaram a economia norte-americana a se caracterizar como uma economia de débitos – *“Debt Economy”*; (Guttman; 1994; p. 103) – foram

---

<sup>53</sup> “(...) o regime monetário do pós-guerra continha duas formas de moeda-crédito. Uma é a moeda emitida pelo Estado (moedas do Tesouro, notas do Federal Reserve), a qual é posta em circulação pelo sistema bancário. A outra, de longe a mais importante, é os depósitos à vista emitidos pelos bancos comerciais pela expansão do crédito além dos limites impostos pelas reservas”.

possibilitadas pela atuação do Fed e dos bancos comerciais: o primeiro “acomodando” a demanda por moeda e os segundos financiando esta expansão.

A política monetária “acomodatícia” feita pelo Fed, no pós-guerra, em que o Banco Central norte-americano validava a emissão de moeda bancária com a emissão de novo dinheiro, “monetizando” os débitos privados, incentivou tanto a estabilidade do crescimento no período, quanto a subsequente desestabilização da economia, em fins de 1960 e início dos anos 1970, por acentuar o processo inflacionário, como será visto no capítulo seguinte.

A estabilidade do produto e do crescimento, no período, deve-se aos preços administrados e à barganha coletiva. Neste contexto, a indústria consegue evitar a superprodução combinando ganhos produtivos, rigidez de preços e aumentos regulares de salários (Guttman; 1994; p. 103-104). Estas são as características do período de crescimento de 1948 a 1968. O crédito é o responsável pela expansão e está em todos os setores desta economia:

*In the postwar debt economy the continuous supply of credit and issue of (credit) money merged with new, debt based norms of production and Exchange, so current expenditures could be driven beyond of current income. Such debt-financed additions of demand occurred in every sector of the economy, whether industrial firms, consumers, government units, or financial institutions<sup>54</sup> (Guttman; 1994; p. 105).*

No entanto, os bancos durante a década de 1960, na busca de um maior lucro, pouco a pouco, vão corroendo as bases financeiras que davam sustentabilidade econômica durante o período de 1948-1968. A dinâmica e o crescimento econômico paulatinamente deixam de ser fundamentados no crédito bancário: as inovações bancárias amplificam o negócio dos bancos e, além da ocupação ordinária de emprestar, gradativamente aumentam a atuação nos mercados monetário e de capitais.

Os bancos como intermediários financeiros expõem-se a riscos crescentes tanto pelo lado do ativo, caso este não proporcione os rendimentos esperados, quanto pelo lado do passivo, caso não consigam refinar os custos nas mesmas taxas obtidas anteriormente. Qualquer

---

<sup>54</sup> “Na economia de débito, do pós-guerra, a contínua oferta de crédito e a emissão de moeda (-crédito), fundada com novas normas de produção e troca baseadas no débito, permitiram que os gastos correntes fossem levados acima da renda corrente. Estas adições de demandas financiadas pelo crédito ocorreram em todos os setores da economia, sejam firmas industriais, sejam consumidores, sejam unidades dos governos, sejam instituições financeiras”.

mudança no cenário econômico pode levar a economia a uma crise sistêmica. Segue abaixo a aceção de Minsky (2008a; p. 280) sobre este ponto:

*The erosion of bank equity bases, the growth of liability management banking, and the greater use of covert liabilities are virtually ignored until financial markets tend to break down. At this time the Federal Reserve's original reason for being comes into play and the Federal Reserve, acting as a lender of last resort, pumps reserves into the banking system and refinances banks in order to prevent a breakdown of the financing system<sup>55</sup>.*

Como mencionado, outro centro dinâmico de inovação e de expansão da atividade dos bancos comerciais norte-americanos foi o mercado de eurodólares. Este permitiu a praças, inicialmente inglesas, executarem transações financeiras em moedas não locais, especialmente dólares, completamente livre da regulamentação dos Estados Nacionais<sup>56</sup>. Segundo Helleiner (1994), a implantação deste mercado dependeu dos Estados para manter seu funcionamento: da Inglaterra pela concessão do espaço físico; e dos Estados Unidos ao não impedirem – em muitas vezes, ao incentivarem – que as multinacionais e os bancos norte-americanos participassem desse mercado.

Durante a década de 1960, diante da possibilidade de aumentar a rentabilidade e fugir dos controles nacionais, os banqueiros ingleses voltaram-se ao mercado de eurodólares e deixaram de negociar em libras para negociar em dólares. Os bancos norte-americanos, na busca por evitar os tetos das taxas de juros impostos pela *Regulation Q*, levaram suas atividades para Londres, criando filiais, das quais passaram a tomar emprestado, encorajados politicamente pelo Fed e pelo Departamento do Tesouro. As multinacionais, que não conseguiam se financiar dentro dos Estados Unidos devido aos controles, também expandiram suas atividades ultramarinas.

Este movimento a favor do mercado de eurodólares foi intensificado pela crescente inflação nos Estados Unidos, na segunda metade da década 1960, que tem efeito depreciativo sobre o patrimônio financeiro – uma vez que os tetos de taxas de juros impostos pelo *New Deal*

---

<sup>55</sup> “A erosão das bases acionárias, o crescente uso do gerenciamento do passivo pelos bancos, e um uso maior de passivos cobertos são virtualmente ignorados até que os mercados financeiros se quebrem. Neste momento, a razão original de existência do Federal Reserve entra em cena e o Federal Reserve, agindo como emprestador de última instância, joga reservas no sistema bancário e refinancia os bancos a fim de evitar uma quebra do sistema financeiro.”

<sup>56</sup> O mercado de eurodólares implicou mudanças significativas não apenas para o sistema financeiro norte-americano, como também para o resto do mundo, a este respeito ver Tavares (1997). No entanto para este trabalho, por se tratar do negócio bancário na economia dos Estados Unidos, o euromercado é analisado, na medida em que representa uma possibilidade de expansão da atuação do sistema bancário daquele país.

não permitiam aumentar a rentabilidade dos ativos, podendo, portanto, sofrer desvalorização real. Ele surge no cenário mundial quando os Estados Unidos estão envolvidos internamente com a Guerra do Vietnã e apresentam crescentes déficits no balanço de pagamento. A própria existência do mercado de eurodólares é relacionada aos déficits norte-americanos pelo excesso de liquidez que jorram na economia internacional (Block; 1977; p. 162).

Block (1977; p. 159-163) ressalta a importância do reestabelecimento de controles de capitais nos Estados Unidos, com vistas a controlar os déficits, em incentivar que os negócios antes feitos em Nova Iorque se dirigissem para Londres. Na década de 1960, *Wall Street* já tinha mercados de capitais bem desenvolvidos e havia suplantado a importância das praças londrinas. Porém, a inserção de novos controles na economia norte-americana dificultaram os negócios em Nova York, o que impulsionou esta transferência e impactou no aumento da fragilidade do sistema, nas palavras do autor: “(...) *the U.S. capital controls added immeasurably to the fragility of the world economy by elevating the shaky Eurodollar market to the role of dominant international capital market*”<sup>57</sup> (Block; 1977; p. 162).

As deficiências deste mercado, segundo o autor, remetem à: falta de regulamentação e supervisão sobre os bancos que lá se instalaram, os denominados eurobancos, dentre eles as filiais dos bancos norte-americanos, que operam sem a necessidade de efetuar o depósito compulsório e de serem avaliados pelo FDIC, o que permite a concessão de uma rentabilidade maior aos depositantes<sup>58</sup>; e à não existência de um prestador de última instância. A permissividade do governo norte-americano admitiu que o mercado de eurodólares florescesse sem restrições, podendo inclusive desenvolver um espaço de valorização da importância do dólar, uma vez que esta moeda estava enfraquecida pelo movimento inflacionário interno.

Pouco a pouco, o mercado de eurodólares deixa de ser somente de curto prazo para tornar-se um mercado de capitais bem desenvolvido, procurando atrair os depósitos das empresas multinacionais e transforma-se em fonte de recurso para o financiamento de empréstimos tanto

---

<sup>57</sup> “(...) Os controles de capital dos Estados Unidos contribuíram imensuravelmente para a fragilidade da economia mundial, por levar o instável mercado de eurodólares para o papel de protagonista no mercado de capitais internacional”.

<sup>58</sup> (MEEK; 1984; p. 91)

aos eurobancos, como àqueles sedimentados em áreas nacionais. Como consequência, ele pôde promover a internacionalização do capital financeiro.

Em 1966, foi implantado neste mercado o certificado de depósito em eurodólares negociável, que se tornou atrativo para os investidores dos Estados Unidos (Meek; 1984; p. 91). Com o desenvolvimento de inovações e de novos intermediários financeiros, este mercado, crescentemente, passou a atender às necessidades de recursos que outrora eram supridas pelo mercado de Nova Iorque. Londres novamente volta a ter o papel de protagonista nas finanças da economia global, porém a moeda utilizada nas transações não é a libra, mas o dólar. A década de 1960 é marcada pela crescente vulnerabilidade dos alicerces que sustentavam o período de Bretton Woods e está repleta de contradições, pois ao mesmo tempo em que os Estados utilizavam praças *offshore* para satisfazer as necessidades de suas corporações e bancos, os mesmos Estados mantinham domesticamente os controles de capitais. O mercado de eurodólares exacerba as tensões presentes no regime de Bretton Woods, pois a regulamentação financeira interna dos Estados Nacionais e os controles de capital são burlados no mercado externo.

No entanto, uma análise profunda da internacionalização dos mercados foge do escopo deste trabalho, mas convém destacar que os Estados Unidos, já no fim dos anos 1960, têm crescentes dificuldades em coadunar as políticas econômicas necessárias para equilibrar a economia doméstica com a ordem financeira internacional. As ferramentas de controle do déficit em balanço de pagamento prejudicam as finanças globais, enquanto que a manutenção deste déficit aumenta a desconfiança do dólar como moeda reserva nas transações internacionais. Segundo destaca Eichengreen (2000; p. 162): “Em 1960, pela primeira vez o passivo monetário dos Estados Unidos no exterior ultrapassou a reserva norte-americana de ouro; a credibilidade desse compromisso poderia ser colocada em dúvida”. Neste contexto, inicia-se o processo de crescente desconfiança quanto a paridade dólar-ouro (35 dólares a onça) estabelecida no imediato pós-guerra, cujo ápice ocorrerá em 1971, com decisão do governo norte-americano de não mais converter o dólar em ouro. De acordo com que ressaltara Robert Triffin (1972), de que o excesso de dólares poderia colocar em xeque a credibilidade do sistema.

Ficava, ademais em evidência, que não era interesse dos Estados Unidos uma reorganização das finanças internacionais, nos moldes propostos por Keynes e White<sup>59</sup>, uma vez que não desejavam perder o papel de protagonista no Sistema Monetária Internacional.

Mas, para o escopo deste trabalho, o importante é frisar a atuação dos bancos comerciais neste mercado. Ele, o mercado de eurodólares, promoveu mais uma ferramenta que possibilitou a expansão da atividade bancária. Ao terem liberdade de atuar sem restrições em Londres, o aumento da alavancagem bancária contribuiu, ainda mais, para a crescente fragilidade da economia norte-americana.

### 2.2.3 – As estratégias bancárias e as condições de concorrência no mercado financeiro

Para que se entenda a mudança da estratégia bancária a partir da década de 1960, faz-se necessário analisar o contexto do ambiente concorrencial no qual essas instituições estavam inseridas. Pela tabela 5, abaixo, é possível verificar a participação dos bancos no total dos ativos financeiros ao longo do tempo e compará-la com a de outras instituições financeiras:

<b>Tabela 5: Participação das Instituições Financeiras na Composição do Total dos ativos financeiros</b>								
	<b>1955</b>	<b>1960</b>	<b>1964</b>	<b>1970</b>	<b>1973</b>	<b>1977</b>	<b>1980</b>	<b>1985</b>
Bancos Comerciais	44,6	38,1	37,1	38,5	39,7	37,9	36,1	31,7
Instituições de Poupança	16,4	19,0	20,6	18,8	19,5	21,3	19,3	17,0
Unões de Crédito	0,7	1,1	1,2	1,3	1,4	1,8	1,6	1,8
Companhias de Seguro Patrimônio	4,7	4,5	4,2	3,8	3,7	4,2	4,4	4,0
Companhias de Seguro de Vida	20,9	19,8	17,3	14,9	12,8	12,1	11,3	10,6
Fundos Privados de Pensão	4,7	7,0	8,3	9,2	9,4	10,6	12,5	16,4
Fundos de Pensão empregados públicos	4,9	5,8	5,8	6,5	6,6	6,5	6,6	7,7
Fundos Mútuos do Mercado Monetário	-	-	-	-	-	0,1	1,9	3,2
Fundos Mútuos	1,9	2,9	3,5	3,5	2,4	1,6	1,5	3,3
Empresas com suportes do Governo <sup>60</sup>	1,3	2,0	2,0	3,5	4,6	3,8	4,8	4,3
Ativos Financeiros Totais	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States – Elaboração própria.

<sup>59</sup> Sobre este assunto ver: (SKILDESKY; 1996).

<sup>60</sup> Federal Home Loan Banks, Fannie Mae, Freddie Mac, Farmer Mac, Farm Credit System, the Financing Corporation, and the Resolution Funding Corporation.

A mudança nas estratégias bancárias fica clara quando se analisa a nova composição da participação desses agentes, sob a ótica do ativo, no mercado financeiro dos Estados Unidos. Pelos dados da tabela 5, percebe-se que, a partir da década de 1950, os bancos comerciais começam a perder partes do mercado de ativos financeiros, e como reação a este processo, eles procuram inovar para enfrentar a concorrência. Durante a década de 1960, as firmas bancárias, graças à estratégia de gerenciamento do passivo, explicadas no item precedente, conseguem expandir a atividade e manter a sua parcela no total do ativo. Por meio dos novos instrumentos, principalmente pelo certificado de depósito, conforme destacam Aglietta & Orléan (1990; p. 356-7), ao expandirem a liquidez, “os bancos puderam abrir linhas de crédito muito mais elevadas que de outros intermediários financeiros, e contribuir assim, indiretamente, para o desenvolvimento de áreas de investimento que não eram diretamente atendidas por intermediários financeiros altamente especializados”. Os autores também ressaltam que esta dependência mútua entre empresas não financeiras e bancos “se tornou o centro propulsor da dinâmica capitalista” (idem; p. 356-7).

A partir da metade década de 1960, evidenciam-se as contradições do padrão de crescimento do pós-guerra, que teve como manifestação o período de estagflação, em que não há crescimento econômico, mas inflação dos preços – a ser visto no próximo capítulo. Para a presente análise, é importante destacar como as mudanças nos objetivos da política monetária transformam uma política de estímulo à demanda agregada e acomodatória quanto ao crédito, em uma política monetária restritiva e anti-inflacionária. Esta reorientação impactou a evolução da taxa nominal e real de juros com consequências para as estratégias, operações e rentabilidade do negócio bancário, conforme assinala Cintra (1997; p. 20; grifo nosso):

Com a elevação das taxas de juros, os mecanismos de restrições à concorrência – que ajudaram a manter a estabilidade do pós-guerra – passaram a limitar a capacidade de atuação das instituições de depósito, resultando em dificuldades financeiras e em instabilidades. **Os tetos das taxas de juros tornou-se um problema concreto para as instituições de depósitos.**

O primeiro episódio a evidenciar tais mudanças foi o “*credit crunch*” de 1966 que, segundo Minsky (2008a; p. 97), ocorreu como consequência do ciclo expansivo anterior. O gráfico 1 evidencia o aumento da taxa de juro dos fundos federais, em 1966, em relação aos anos anteriores.

Para conter o processo de aquecimento da economia e dos empréstimos bancários, o Fed, primeiramente, elevou a taxa de redesconto em dezembro de 1965, de 4,0% para 4,5%. E, em abril e maio de 1966, diminuiu a disponibilidade de reservas para os bancos comerciais. Apesar destas medidas, o Fed ainda não tinha conseguido o efeito de retração da atividade esperado, então aumentou ainda mais a taxa de redesconto, elevando-a para 5%, e abaixou os tetos de taxa de juros sobre os depósitos de curto prazo. Como ressaltado anteriormente, os bancos tinham diminuído a importância dos títulos públicos em seu ativo, e não tinham mais esta ferramenta para gerir a liquidez. Para captar recursos, precisavam gerenciar o passivo, o qual ficou extremamente caro com estas medidas.

Guttman (1994; p. 152) destaca que o aperto sobre o negócio bancário, em 1966, provocou o fenômeno da “desintermediação financeira” (*“financial desintermediation”*) que forçou os bancos a se apoiarem em captações mais caras. Em julho de 1969, o Fed passou a exigir depósitos de reserva em contrapartida aos empréstimos em eurodólares e contratos de recompra, aumentando o aperto, uma vez que a atividade econômica, tampouco a inflação cediam.

Conforme destaca Cintra (1997; p. 21), a desintermediação financeira ocorre quando existe “transferência de recursos das instituições de depósito para os mercados monetários, em que maiores taxas de juros poderiam ser obtidas, uma vez que não estavam sujeitos aos tetos de captação e à proibição de pagamento de juros sobre depósito à vista”.

Neste momento, torna-se evidente que a regulamentação financeira de 1930, abriu espaços para a concorrência no setor financeiro que, no longo prazo, afetaram a dinâmica do setor bancário.

Como se pôde observar na tabela 4, em 1969, devido ao impacto da taxa de juros, houve uma queda da captação bancária em CDs, evidenciada pela rubrica “depósitos de longo prazo” e provavelmente uma transferência destes recursos para filiais estrangeiras no euromercado, para escapar dos tetos de juros, mostrada pela rubrica “passivos líquidos para bancos estrangeiros”. Já que não houve queda, em termos absolutos, do passivo dos bancos neste ano.

Já na década de 1960, percebe-se uma tendência mais intensa no aumento de importância dos investidores institucionais – fundos mútuos (*mutual funds*), fundos privados de pensão (*private pension funds*) – no total de ativos financeiros, como evidencia a tabela 5. Com a expansão e aprofundamento dos mercados de capitais, estes se tornam, na década de 1970, grandes concorrentes do setor bancário. Nesse contexto, as companhias de seguro de vida perdem participação e as empresas que recebem suporte do governo – como a Fannie Mae e Freddie Mac – aumentam a sua participação no percentual de ativos do sistema.

Conforme será detalhado no próximo capítulo, a rentabilidade relativa dos bancos torna-se progressivamente menor, no cenário de aumento da taxa de juros dos fundos federais e da política monetária restritiva executada pelo Fed. Diante destes novos condicionantes da rentabilidade bancária, durante a década de 1970, criaram-se as condições objetivas para aquilo que será caracterizado como a segunda onda inovações após a Reforma Financeira dos anos 1930. Estas inovações buscam contornar as restrições que são impostas aos bancos comerciais na sua operação no mercado de capitais.

Apesar de ter havido a segmentação no mercado financeiro das operações dos bancos comerciais e bancos de investimento, no início da década de 1930, no longo prazo não foi possível conter a concorrência entre estes dois setores, e uma consequência importante desta segmentação e das diferentes restrições impostas à atuação dos bancos comerciais e dos bancos de investimentos foi a queda contínua de participação dos ativos bancários no total de ativos financeiros. Reagindo a este processo, os bancos procuraram implementar inovações de forma a retomar sua importância relativa e avançar no mercado de capitais. A reação da Autoridade Monetária foi no sentido do relaxamento gradual das regras impostas aos bancos, ao invés de limitar a atuação dos outros intermediários. Essas tensões, presentes no arcabouço institucional de Bretton Woods, corroboraram para o fortalecimento ulterior da esfera financeira.

## 2.3 – Limites da atuação do Fed

Conforme destacam Aglietta & Orléan (1990; p. 356-7), as técnicas de gerenciamento de passivo implementadas pelos bancos, nas décadas de 1960 e 1970, tiveram como consequência enfraquecer os canais tradicionais de política monetária utilizados pelo Fed. Nesse cenário, os três principais instrumentos de política monetária – depósitos compulsórios, redesconto e mercado aberto – foram fragilizados. Primeiramente, conforme já ressaltado, os instrumentos de captação criados pelos bancos, por não se constituírem em depósitos regulamentados, não eram obrigados a depositar reservas no Banco Central. Isso aumentava as possibilidades de alavancagem bancária. Em segundo lugar, os bancos passaram a captar via títulos, tais como certificados de depósitos, e também via mercado interbancário. Como resultado, diminuiu a importância da política de redesconto. Por fim, a parcela dos títulos públicos presente no ativo dos bancos vai se tornando menos relevante como reservas secundárias na gestão da liquidez dos ativos, o que afetou a eficácia da política monetária via operações de mercado aberto.

As inovações bancárias ocorrem no sentido de expandir a oferta monetária de maneira endógena de acordo com os interesses pecuniários destas instituições limitando a eficácia da política monetária do Fed. Conforme ressalta Madi (1993; p. 44):

(...) num período de *boom*, o Banco Central não pode controlar quantitativamente a base monetária, nem limitar a expansão da intermediação financeira. Os bancos respondem à demanda por crédito, superando as tentativas de controle da base monetária feitas pelo Banco Central, através de inovações financeiras e da intensificação das operações interbancárias, podendo recorrer, inclusive ao mercado internacional e às operações de redesconto junto ao Banco Central. A reação das instituições financeiras, procurando fugir ao controle da Autoridade Monetária sobre as reservas, cria, numa situação de fragilidade financeira dos bancos, a necessidade de o Banco Central agir como prestador em última instância, tornando inócuo o controle estrito sobre a base monetária.

Com o contínuo enfraquecimento dos canais de transmissão da política monetária do Banco Central, a expansão da moeda responde prontamente às demandas por crédito, caso seja de interesse dos bancos atendê-las. Os limites à expansão do crédito, durante o período, estiveram relacionados com a estratégia de lucro por parte das firmas bancárias e da disposição do público em tomar emprestado, e não pela determinação de depósitos de reserva feito pela Autoridade Monetária. Conforme destaca Madi (1993; p.48): “Os limites do processo da intermediação

financeira residem nas preferências por ativos financeiros pelo público não bancário e nas perspectivas de lucro das instituições financeiras”; e Minsky (2008a; p. 279): “*The authorities may constrain the rate of growth of the reserve base, but the banking and financial structure determines the efficacy of reserves*”<sup>61</sup>.

Então, o Banco Central, pelo enfraquecimento dos instrumentos tradicionais de execução da política monetária, não consegue controlar o crescimento da oferta de dinheiro. Ele só interfere neste processo, na medida em que influencia o estado de liquidez da economia, pela determinação da taxa de juros (Madi; 1993; pag. 90). Esta perda de poder da Autoridade Monetária implica a necessidade de mais tempo para que surtam os efeitos de suas políticas na economia e, por isso, conforme ressalta Minsky (2008a; p. 83; grifo nosso), a sua atuação tende a executar políticas de choque, podendo levar a uma crise financeira:

*Whenever rapid innovations in ways of buying money and in substitutes for bank financing take place, the articulation between Federal Reserve policy actions and the volume of financing available loosens. **The greater the number of alternative position-making techniques available for banks and for other financial institutions, the slower the reaction of the supply of finance to monetary policy of the Federal Reserve.** The lag between restrictive actions by the Federal Reserve and a supply response by banks and financial markets will take longer when evolution is occurring than when a tight and invariant relation exists. Policymakers' impatience to get results will tend to make for serious excesses and overshoots when relations have been loosened. The likelihood that policy action will result in the economy going to the threshold of a financial crisis increases with the number of markets used for position-making, and with the proportion of bank assets bought through the various markets. Thus, as the financial system evolved over the postwar period, the potential for instability of the economy increased.*<sup>62</sup>

---

<sup>61</sup> “As autoridades podem restringir a taxa de crescimento da base de reservas, mas são as estruturas bancária e financeira que determinam a eficácia das reservas”

<sup>62</sup> “A qualquer momento que inovações rápidas nas maneiras de comprar dinheiro e substitutos do financiamento bancário aparecem, a articulação entre as ações de política do Federal Reserve e o volume de financiamento disponível se enfraquece. **Quanto maior o número de alternativas de técnicas de captação de recursos disponíveis para os bancos e para outras instituições financeiras, mais devagar é a reação da oferta de financiamento em resposta à política monetária do Federal Reserve.** O espaço temporal entre as ações restritivas do Federal Reserve e a resposta da oferta pelos bancos e pelos mercados financeiros será mais longo conforme a evolução estiver ocorrendo, do que quando existir uma relação apertada e invariante. A impaciência das autoridades governamentais para alcançar resultados tenderá a fazer sérios excessos e ir além quando as relações tiverem sido afrouxadas. A probabilidade que a ação política resultará em levar a economia para a entrada de uma crise financeira aumenta com o número de mercados para a captação de recursos, e com a proporção dos ativos bancários comprados através destes vários mercados. Por isso, conforme o sistema financeiro se desenvolveu no período do pós-guerra, o potencial de instabilidade da economia também cresceu”.

Uma elevação da taxa de juros pelo Banco Central pode provocar a reavaliação das expectativas quanto ao futuro por parte dos agentes, e, neste cenário, pode haver uma mudança nas taxas utilizadas para fazer empréstimos e captações, o que pode incitar uma crise financeira, em uma economia cujo endividamento vinha aumentando ao longo de um processo de expansão. E conforme destaca Madi (1993; p. 90): “a elevação da taxa de juros explicita o alto grau de fragilidade financeira que a economia desenvolveu no período de expansão”. As firmas não bancárias especulativas e *Ponzi* serão as primeiras a sentir os efeitos de tal crise. Logo em seguida, aquelas que detêm posições *hedge* sofrerão uma queda do rendimento esperado. Todas alterarão os seus portfólios em busca de posições mais líquidas provocando uma queda abrangente do investimento (Madi; 1993; p. 87-91).

Neste momento, torna-se necessária a ação do Banco Central para atuar como prestador de última instância e evitar tanto a queda vertiginosa dos preços dos ativos quanto o desencadeamento de falências generalizadas. Ele aumenta a base monetária do sistema bancário, “acomodando” a demanda do público por liquidez e validando a moeda de emissão privada.

No entanto, além dos limites para a ação do Banco Central derivados das inovações financeiras, Kindleberger (2000; p. 273) destaca que a ação do Banco Central como prestador de última instância aguça o risco moral: “socorrer hoje instituições mal administradas aumenta amanhã a má administração”. Ocorreria o mesmo efeito no caso de esquema de seguros de depósitos “que encoraja os propensos a riscos a fazerem seguros, e os prudentes, a cuidarem da sua própria segurança” (idem; p. 274).

Outro ponto levantado pelo autor refere-se à dimensão política das decisões do Banco Central – “quem é ajudado e quem não é” (Kindleberger; 2000; p. 275) – pois os recursos utilizados para salvar o sistema financeiro são públicos. Isto gera opiniões e debates acirrados sobre o tema da privatização dos lucros e socialização dos prejuízos nos momentos de crise. Percebe-se que as relações entre os Bancos Centrais e os bancos comerciais são complexas e que a atuação da Autoridade Monetária, pode desencadear o risco moral na atuação do sistema bancário quando atua como prestador de última instância. Esta situação contribuiria para aumentar a fragilização financeira em um período subsequente à crise.

Outra dificuldade para a atuação do Fed refere-se à existência de diferentes autoridades reguladoras nos Estados Unidos, cujos espaços de atuação se sobrepõem. Como exemplo, pela Reforma Financeira da década de 1930 criou-se o FDIC para supervisionar os bancos que recebiam seguro depósito, a SEC para supervisionar o mercado de capitais, e o *Commodity Futures Trading Commission* para regulamentar o mercado futuro de preços agrícolas. Esta estrutura leva a uma fragmentação da supervisão, permitindo que as instituições financeiras encontrem brechas na legislação para escapar das restrições regulatórias e limitam a ação do próprio Fed quanto à política monetária (Levy Institute; 2011; p. 29).

## **2.4 – Em direção à fragilização financeira**

Este capítulo procurou mostrar a dinâmica do sistema bancário, suas relações com o marco regulatório aos quais são circunscritos e suas reações, na forma de inovações, para enfrentar a concorrência do mercado financeiro e limitações impostas pelas diferentes conjunturas de política monetária. E como, por meio deste processo, criaram-se estruturas financeiras que fragilizaram o sistema econômico norte-americano.

A análise feita sustenta-se na premissa de que a segmentação dos mercados e da própria regulação financeira, implementadas pela Reforma Financeira da década de 1930, deterioraram, no longo prazo, a lucratividade do setor bancário, abrindo espaço para a emergência de novos intermediários financeiros que tomaram para si parcelas do mercado bancário – como pode ser observado pelas consequências desencadeadas pela *Regulation Q*, em momentos de elevação da taxa de juros. A reação do sistema bancário às restrições reforçou um processo de inovações e de expansão para operações no mercado de capitais, como será discutido no capítulo seguinte.

Em suma, o desenvolvimento das tensões após a Reforma Financeira em meados de 1930 antagoniza-se com a função dos bancos de financiador do gasto no contexto das finanças reguladas. Na busca por oportunidades de lucros, os bancos diversificam suas operações, a fim de

privilegiar a administração de ativos. Conforme visto no primeiro capítulo da dissertação, este processo pode contribuir para o aumento da instabilidade no sistema financeiro.

A seguir, serão examinadas, as especificidades da crise do regime fordista de acumulação vigente nos Estados Unidos, levando em conta suas características, como o processo inflacionário, e a atuação do Fed como prestador de última instância. Analisar-se-á a consequência dessas singularidades para a formação de um novo regime de acumulação, no âmbito interno da economia norte-americana. O objetivo central é examinar como as transformações na atuação dos bancos favoreceram o surgimento do *money manager capitalism*, nos Estados Unidos, segundo expressão cunhada por Minsky.

## **Capítulo 3 – Crise de acumulação, crise financeira e o avanço dos bancos no mercado de capitais, nos anos 1970**

### **3.1 – Introdução**

Sob o ponto de vista teórico da tradição keynesiana, concebe-se, neste trabalho, a variável investimento como chave para o processo de criação e acumulação de riqueza no sistema capitalista. Por isso, na primeira parte deste capítulo, analisa-se a relação entre o investimento e o financiamento nos ciclos de expansão e retração do sistema capitalista e como a atividade bancária propicia e desestabiliza este processo. Na segunda, examina-se a fragilização do processo de acumulação em Bretton Woods, com os desdobramentos da crise de investimento e a crise financeira. Na terceira, procura-se articular as transformações ocorridas nos mercados financeiros, com a expansão do papel desempenhado pelos investidores institucionais – fundos de pensão privados, seguros de vida e fundos mútuos – e a fragilização do processo de acumulação desenvolvida no item anterior.

### **3.2 – Bancos e o ciclo de investimento**

O objetivo desta seção é examinar as características gerais de uma crise financeira no sistema capitalista moderno, ou seja, as semelhanças das diferentes crises ocorridas. Sob o ponto de vista keynesiano, a variável investimento é tida como chave na expansão e retração dos ciclos econômicos e, por isso, conforme ressalta Minsky (2008a) a forma como o investimento é financiado é essencial para entender o processo de crise. No primeiro subitem, analisa-se a relação entre investimento e financiamento, no segundo, examina-se o conceito de superacumulação, o qual é essencial para se compreender a deflagração de uma crise financeira.

### 3.2.1 – A moeda bancária no processo de investimento e financiamento

Neste primeiro subitem serão analisados: a dinâmica do investimento em uma economia capitalista; o papel do crédito e da poupança prévia, ou *ex ante*, na consecução do investimento. A importância de se estudar com maior profundidade o investimento advém do fato de que é ele quem valida ou não as estruturas passivas dos agentes da economia, como bem destaca Minsky (1992; p. 6): “(...) *whether or not liabilities are validated depends upon investment. Investment takes place now because businessmen and their bankers expect investment to take place in the future*”<sup>63</sup>. É o fluxo contínuo de novos investimentos, financiados normalmente pelo sistema bancário, que garante a ocorrência do ciclo expansivo do sistema econômico capitalista. As expectativas quanto ao futuro da economia influenciam o investimento a ser realizado no momento presente desta. E este também é influenciado pela validação do investimento passado.

Faz-se necessário, para entender a dinâmica do investimento, compreender aquilo que Keynes, em discussão com seus colegas acadêmicos pelo *Economic Journal*, denominou “*finance*”, para que em seguida seja analisada a relação entre o investimento e os ciclos de expansão e retração da economia.

*Finance*, segundo Keynes, é o recurso necessário após a decisão de investir e antes de se executar o investimento, que, na maioria das vezes, é provido por financiamento externo à firma. Trata-se de um fundo rotativo, que é devolvido durante o processo do investimento, conforme é gasto: “*The finance, or cash, which is tied up in the interval between planning and execution, is released in due course after it has been paid out in the shape of income, whether the recipients save it or spend it*”<sup>64</sup> (Keynes; 1973; p. 233). Depois que é gasto, a liquidez utilizada para o financiamento é devolvida para a economia, em termos agregados, e este fundo rotativo pode ser novamente utilizado:

---

<sup>63</sup> “(...) caso ou não os passivos sejam validados depende do investimento. Investimento ocorre no momento presente porque os homens de negócio e seus banqueiros esperam que o investimento ocorra no futuro”.

<sup>64</sup> “O *finance*, ou dinheiro líquido, o qual é conectado ao intervalo entre planejamento e execução, é liberado durante o processo, após ter sido pago na forma de renda, não importando se os receptores guardam em poupanças ou gastam”.

É que *finance* constitui, essencialmente, num fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é usado, no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de liquidez temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez. O financiamento que cobre o interregno, para usar uma frase empregada pelos banqueiros em um contexto mais limitado, é necessariamente ‘autoliquidável’ para a comunidade encarada como um todo, ao final do período intermediário<sup>65</sup>.

Segundo Keynes, não é geralmente a poupança prévia quem executa o papel de prestar este tipo de financiamento, essa poupança *ex ante* interfere no investimento apenas na medida em que ela influencia o estado de preferência pela liquidez e, conseqüentemente, a taxa de juros. Nas palavras do autor (Keynes; 1987; 169): “(...) [a poupança prévia é] apenas um fator entre muitos [que afeta a preferência pela liquidez] e, na prática, suporia eu, um dos menos importantes”. Ainda segundo o autor, esta liquidez é fornecida principalmente pelo mercado de capitais ou pelos bancos: “*This service may be provided either by the new issue market or by the banks*”<sup>66</sup>. Mesmo que o mercado de capitais tenha uma grande importância neste tipo de financiamento, esta é a especialidade do sistema bancário<sup>67</sup> e mais uma das ferramentas que possui para controlar a oferta monetária do sistema financeiro: “*The control of finance is, indeed, a potent, though sometimes dangerous, method for regulation the rate of investment (...). Yet this is only another way of expressing the power of the banks through their control over the supply of money – i.e. of liquidity*”<sup>68</sup>.

Por meio desta análise, evidenciam-se tanto a essencialidade do sistema bancário, conforme assinalam Belluzzo & Almeida (2002 p. 66): “Os bancos sancionam a aposta empresarial na aquisição de novos ativos e a execução do gasto sanciona a aposta bancária”; quanto a não importância da poupança prévia para a execução do investimento. Cabe ressaltar que a poupança, segundo a concepção keynesiana, em âmbito macroeconômico, é resultado do investimento.

---

<sup>65</sup> (KEYNES ; 1987; p. 168)

<sup>66</sup> “Este serviço pode ser feito tanto por novas emissões no mercado ou pelos bancos” (KEYNES; 1973; p. 208).

<sup>67</sup> “O financiamento necessário durante o interregno entre a intenção de investir e sua concretização é principalmente oferecido pelos especialistas, em particular pelos bancos, que organizam e administram um fundo rotativo de recursos líquidos” (KEYNES; 1987; p. 167).

<sup>68</sup> “O controle sobre o *finance* é, realmente, um potente, apesar de às vezes perigosa, método de regulação da taxa do investimento (...). Ainda é uma outra maneira de expressar o poder dos bancos mediante o controle sobre a oferta monetária – ex. de liquidez” (KEYNES; 1973; p. 211).

Quando o crédito libera o investimento da poupança prévia, aumentando os limites da produção mercadorias, ele atrasa a validação social dos recursos empregados no processo produtivo. O processo de realização deste investimento ocorre quando a moeda-crédito utilizada é validada, ou seja, somente quando cada débito microeconômico é saldado junto aos bancos. Esta é a fonte de instabilidade do sistema, que envolve em seu âmago o sistema bancário, nas palavras de Aglietta (1979; p. 337):

*Credit can defer the social validation of private labours but not suppress it. The credit system is an immense source of instability for the realization of exchange-values, because bank money makes credit liquid and tends to unify the space of circulation. **This is why the validation of bank money as general equivalent (...) becomes the knot where all contradictions of capitalist accumulation are tied together.** Every crisis in the realization of exchange-value assumes a global character and appears as a **financial crisis**. It affects financial circulation as a whole, but its epicentre is necessarily the banking system as the site where private credits are given liquidity<sup>69</sup>.*

A crise torna-se financeira quando a validação social do crédito fica comprometida.

Como o *finance* volta para a economia assim que o investimento é executado, esta quantia fica novamente disponível para que outro investimento seja feito e nova riqueza seja criada. Porém, se houver um aumento da taxa de investimento, maior quantia de *finance* será necessária. Ocorre um crescimento da demanda por dinheiro, aumentando a pressão por liquidez no sistema. Se esta demanda for muito grande, ela pode exaurir o mercado e ser detida por falta de condições de financiamento a termos razoáveis. Podendo levar ao aumento da taxa de juros, uma vez que esta é determinada pelo estado existente de preferência por liquidez e pela oferta de dinheiro: “a taxa de juros relevante para o investimento *ex ante* é aquela determinada pelo **estoque** corrente de dinheiro e pelo estado decorrente da preferência da liquidez, na data em que o financiamento requerido pelas decisões de investimento foi estipulada” (Keynes; 1987; p. 167; grifo nosso). Abaixo segue uma transcrição em que Keynes (1973; p. 209) aponta a pressão sobre a demanda por liquidez:

---

<sup>69</sup> “O crédito pode adiar a validação social dos trabalhos privados, mas não suprimi-la. O sistema de crédito é uma fonte imensa de instabilidade para a realização dos valores de troca, porque o dinheiro bancário torna o crédito líquido e tende a unificá-lo no espaço da circulação. É por isso que a validação do dinheiro bancário como equivalente geral (...) torna-se o nó em que todas as contradições da acumulação capitalista se amarram. Todas as crises de realização do valor de troca assume uma característica global e aparece como uma crise financeira. Ela afeta a circulação financeira como um todo, mas o seu epicentro é necessariamente o sistema bancário, como o lugar onde os créditos ganham liquidez”.

*If investment is proceeding at a steady rate, the finance (or the commitments to finance) required can be supplied from a revolving fund of a more or less constant amount, one entrepreneur having his finance replenished for the purpose of a projected investment as another exhausts his on paying for his completed investment. But if decisions to invest are (e.g.) increasing, the extra finance involved will constitute an additional demand for money<sup>70</sup>.*

Espera-se que a economia busque um aumento crescente da taxa de investimento, pois o lucro é resultado do investimento. Os ativos reais compõem a riqueza real, esta tem uma eficiência em relação a si mesma, ela deve ser capaz de reproduzir o seu valor e gerar excedentes. Porém, como, normalmente, a riqueza é financiada pelo sistema bancário, os verdadeiros detentores de riqueza são os que detêm direitos não sobre os ativos reais, mas sobre o dinheiro, sobre o pagamento das dívidas pelos excedentes da produção, conforme apontam Belluzzo & Almeida (2002). Na economia capitalista moderna, não apenas se almeja ao lucro, mas também à proteção da riqueza financeira.

A taxa monetária de juros é uma variável de extrema importância para essa economia, pois não é apenas a taxa de conversão, mas também, a de avaliação da riqueza. A avaliação da riqueza é feita, segundo Belluzzo & Almeida (2002; p. 75), mensurando-se: a) a rentabilidade esperada do capital; b) os rendimentos prováveis descontados da taxa de juros; c) a variação esperada no poder de compra dos ativos. Estas medidas conformam o chamado, por Keynes, “preço de demanda dos ativos”. As expectativas em relação ao futuro e o estado de confiança dos negócios são as variáveis chaves que asseguram a continuidade do investimento.

Pelo exposto, percebe-se que a aceleração da taxa de investimento é financiada principalmente pelo crédito bancário. A expansão da economia capitalista necessita de déficit corrente, conforme assinalam Belluzzo & Almeida (2002; p. 66): “O endividamento é um fenômeno inerente à acumulação capitalista”. Ao término de cada ciclo de investimento, havendo aumento constante da taxa de investimento, há também elevação do crédito e a dívida passada é paga com o lucro de hoje:

---

<sup>70</sup> “Se o investimento for processado a uma taxa constante, o *finance* (ou os comprometimentos em financiamento) requerido pode ser ofertado por um fundo rotativo de uma quantia mais ou menos constante. A uma taxa constante, um empresário segue tendo seu *finance* repleto para um projeto de investimento, conforme outro se exauri, ele pode continuar pagando o seu investimento como um todo. Mas se as decisões em investir estiverem aumentando, o *finance* adicional envolvido, constitui-se como uma demanda por dinheiro adicional”.

O prosseguimento do processo de aumento do investimento e do endividamento permite, portanto, servir a dívida passada. Isto significa que a economia deve gerar dívida no presente para que a dívida passada possa se honrada. Nesse sentido, o [aumento da taxa de] investimento gera um rastro de dívidas (Belluzzo & Almeida; 2002. p. 67).

Existe uma relação intertemporal complexa que circunda a variável investimento. Para que as decisões passadas sejam validadas, necessita-se de investimento no período atual, o qual, por sua vez, depende das expectativas em relação ao futuro da economia. No entanto, a continuidade do ciclo expansivo, acima da riqueza criada no passado, fará aumentar a pressão exercida sobre a liquidez e, conseqüentemente, sobre a taxa de juros<sup>71</sup>, deteriorando as condições de financiamento, podendo limitar o contínuo crescimento da taxa de investimento. Citando *A Theory of Business Cycle de Kalecki*, Keynes (1973; p. 208) assinala que: “(...) *the market's commitments will be in excess of actual savings to date and there is a limit to the extent of the commitments which market will agree to enter into advance*”<sup>72</sup>.

O aumento da taxa de juros pode ser detido se os bancos ou o público estiverem dispostos a emprestar mais dinheiro a esta mesma taxa, demonstrando a influência das decisões do setor bancário sobre o curso do investimento. Conforme assinala Keynes (1987; p. 170) “[os bancos] detêm, em geral, posição-chave na transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada”.

Seguindo a interpretação minskyana, pode-se dizer que, devido ao aumento da taxa de juros, as margens de segurança da economia deterioram-se e os riscos do tomador e do devedor elevam-se. Conforme apontam Belluzzo & Almeida (2002; p. 70), a rigidez característica dos contratos de dívida obriga os tomadores de empréstimos a fazerem pagamentos regulares, apesar de financiar um investimento de retorno incerto. Isso faz que o risco do prestador se eleve.

---

<sup>71</sup> “Now, a pressure to secure more finance than usual may easily affect the rate of interest through its influence on the demand for money” (“Agora, o aumento na demanda por finance, pode facilmente afetar a taxa de juros por meio de sua influência na demanda por dinheiro”) (KEYNES; 1973; p. 209).

<sup>72</sup> “(...) os comprometimentos do mercado estarão além das poupanças presentes e há limite para aumentar a extensão dos comprometimentos que os mercados concordarão em financiar”.

Apesar, porém, de haver esta deterioração nas condições de financiamento, os agentes alavancam-se – levados a acreditar que o investimento será recompensando graças ao bom estado de confiança presente na economia – e assumem riscos crescentes. Conforme a taxa de investimento segue aumentando, também se elevam a taxa de juros e a alavancagem dos agentes. Durante este *boom*, também há uma alta dos preços de bens de produção, devido à demanda aquecida por investimento. Esta alta é inflada pela previsão futura de que estes preços continuarão aumentando, e por isso os agentes começam a fazer estoques. Conforme destaca Aglietta (1979; p. 340) o crédito bancário é o alimento do aumento de preços.

Apenas quando a expansão da atividade econômica for suficiente para alterar o estado de confiança dos negócios, limita-se, de fato, o investimento. Na maioria das vezes, esta mudança ocorre de forma abrupta e como consequência tem-se a paralisia total dos investimentos e o aumento agudo da preferência por liquidez, a nenhuma taxa de juros os agentes estarão dispostos a abrir mão da liquidez imediata.

### 3.2.2 – Bancos, crise de investimento e crise financeira.

Continuando a análise do item anterior, procura-se examinar o movimento que leva à frustração do investimento e suas consequências para o processo produtivo.

Para Aglietta (1979; p. 341), isto ocorre quando o mercado não tem capacidade de absorver a produção realizada. Diante disso, pode haver uma desigualdade entre o ritmo do processo produtivo dos departamentos de bens de produção (D I) e os bens de consumo (D II), decorrente dos efeitos causados pelos estoques que os primeiros fizeram, temendo a alta dos preços. É importante ressaltar que a validação social das mercadorias produzidas em D I faz-se por intermédio de D II, e se o segundo não acompanhar o ritmo ditado pelo primeiro, haverá instabilidade na economia. Pois os primeiros não conseguirão pagar suas dívidas.

É justamente aqui que se desencadeia a crise, quando há a superacumulação de capital, ou seja, quando há um desequilíbrio produtivo entre os departamentos produtivos, D I e D II, que não pode ser ajustado pelo aumento da acumulação, D I acelera a sua produção, e os

bens produzidos não podem ser absorvidos por D II: “*there is an over-accumulation of capital when the constraint of the full realization of the value newly created by society can no longer be effected by way of the organic exchanges between the two departments of production*”<sup>73</sup>. Isto gera um desequilíbrio macroeconômico global que não pode ser resolvido pelo mercado, salvo sob a crise financeira, pois, segundo o autor (1979; p. 353), ela, a crise, é o processo pelo qual se resolve este desequilíbrio e se cria novas condições de acumulação. Segundo a visão de Aglietta (1979), o processo de euforia – que leva à superacumulação de capital – o *boom* especulativo, o pânico financeiro e a depressão seriam etapas comuns de todas as crises do sistema capitalista. Vale advertir neste ponto que o limite da acumulação é ela própria, como ressalta Tavares (1978; p. 21):

A acumulação de capital pára por si mesma (...). Pára pela força ou fraqueza da concorrência entre os vários capitais; pela acumulação de capacidade ociosa, que produz descompasso entre o investimento que atrai investimento em cadeia e o escoamento da produção corrente; pela anarquia da produção capitalista, que move as expectativas de rentabilidade para cima, quando tudo vai bem, e as reverte bruscamente, quando o endividamento é excessivo e o risco se torna inaceitável. Assim o mercado, que se criava a si mesmo, some como uma miragem!

É importante ressaltar que o uso da moeda-crédito reveste a economia capitalista com máscaras que escondem o real processo de validação das mercadorias. Conforme visto, o início do processo produtivo ocorre por meio do uso do crédito, ou do *finance*. O D I produz bens de produção que serão utilizados em D II. A validação social do que foi produzido em D I ocorre quando os produtos de D II são vendidos. Por isso, deve haver uma igualdade intertemporal entre as produções interdepartamentais. Simplificadamente, D I e D II produzem, pagam salários, via moeda-crédito, que serão incorporados à circulação industrial, pelo poder de compra potencial dos trabalhadores. Estes gastam esta moeda-crédito em mercadorias, produzidas por D II, que será utilizada para cancelar seus débitos juntos aos bancos comerciais e pagar sua dívida com DI. Após inúmeros processos da circulação, os créditos totais serão cancelados, e a riqueza, bens de produção e produtos, pôde ser criada. No entanto, para que este processo ocorra de forma equilibrada, precisa-se de sincronia intertemporal entre os departamentos. A produção de D I é realizada, inicialmente, via moeda-crédito, o que mascara a necessidade destas circulações da

---

<sup>73</sup> “existe uma superacumulação de capital quando a restrição da plena realização do valor recém criado pela sociedade, não pode ser efetivada pelas trocas orgânicas entre os dois departamentos de produção” (AGLIETTA; 1979; p. 356).

renda, para que ela seja realmente validada pela sociedade. Aqui está, no crédito, a fonte de desequilíbrio temporal interdepartamental<sup>74</sup>. Quanto maior o espaço de adiantamento do crédito e da realização da mercadoria, maior a chance de crise financeira (Aglietta; 1979; p. 348-49).

Devido a este disfarce, a produção no D I é estimulada, e há uma pseudovalidação social em moeda-crédito, iludindo os empresários, que aceleram os investimentos, iniciando o período de euforia. Os capitalistas individuais não enxergam os desequilíbrios que ocorrem no ambiente macroeconômico. Encorajados pela valorização obtida anteriormente, antecipam resultados otimistas para o futuro, e aumentam seus projetos de investimentos em relação ao período anterior, uma vez que agora possuem uma quantia substancial de reservas monetárias, pelos investimentos anteriormente realizados. Eles isto o fazem porque as pressões sobre o crédito não são sentidas imediatamente. Quando fica impossível de validar socialmente a mercadoria em dinheiro, ela é validada em moeda-crédito. Neste momento há o chamado *boom* especulativo (Aglietta; 1979; p. 358).

Este aumento da produção tem consequências sobre os níveis de estoques. Os preços relativos das matérias primas e dos bens intermediários sobem devido ao aumento de demanda e a utilização completa da capacidade produtiva. Antecipando aumentos de preços futuros, os capitalistas individuais elevam o nível de estoque. A moeda-crédito sustenta esta expansão, intensificando ainda mais as desigualdades produtivas intertemporais entre os departamentos em âmbito macroeconômico. Neste momento, inicia-se no mercado de capitais um processo de especulação sobre os preços das matérias primas. Os mercados de aceites bancários e *commercial papers* ganham fôlego pela ação dos *dealers*, que negociam notas comerciais de curto prazo descontáveis ou garantidas pelos bancos comerciais. Como a realização da produção de D II ocorre em moeda-crédito, as empresas individuais obtêm lucros mascarados pelo processo de validação das mercadorias, o que, entretanto, aquece o mercado ações e sanciona o processo de endividamento bancário. Com o avanço da fase de euforia, ocorre um descolamento total entre as esferas produtiva e financeira, conforme destaca Aglietta (1979; p. 359):

---

<sup>74</sup> Para um aprofundamento do processo de criação de riqueza, pela análise do circuito industrial, ver Carneiro (2009).

*Financial circulation begins to exhibit an autonomous movement of its own, and proves ever more attractive to money capital, which only increases the lack of money for finance production. The movement of stock price on the financial market loses any contact with the valorization of productive capital. It gives rises to purely speculative gains and losses, according to the way financial intermediaries mount operations of merger or set up fictitious companies<sup>75</sup>.*

Ainda segundo o autor (1979; p. 359), o sistema bancário diminui gradativamente o prazo de suas concessões de empréstimos, a taxas de juros crescentes, de modo que a compra desses ativos financeiros só possa ser feita por especuladores. Cria-se uma pirâmide de débitos.

Com o avanço deste *boom*, chega-se ao próximo estágio da crise financeira, o qual se divide em duas fases: o pânico financeiro e a depressão. O primeiro ocorre quando há o enxugamento geral da liquidez que impede a liquidação de créditos – os quais os bancos não puderam ou decidiram por não rolar – devido à impossibilidade de se convertê-los, denominados em moeda-bancária, em seu equivalente geral (Aglietta; 1979; p. 360). Neste momento, os desequilíbrios iniciais encontram-se no ápice e qualquer acontecimento pode levar o sistema financeiro ao caos. A segunda, a depressão, é derivada do aprofundamento deste processo.

Uma redução da taxa de investimento compromete a dívida passada, pois não haverá a criação de liquidez suficiente para que ela seja liquidada<sup>76</sup>. Neste ambiente, os bancos comerciais não recebem o pagamento de vencimentos passados, porém veem a demanda por crédito aumentar, as firmas que não conseguiram validar no mercado a sua produção demandam por uma maior quantia de crédito para tentar rolar suas dívidas:

---

<sup>75</sup> “A circulação financeira começa a exibir um movimento autônomo próprio, e prova ser ainda mais atraente para o investimento de recursos, o que aumenta a escassez de dinheiro para financiar a produção. O movimento de preços no mercado financeiro das ações perde qualquer contato com a valorização do capital produtivo. Isso provoca o surgimento de ganhos e perdas puramente especulativos, de acordo com a maneira que intermediários financeiros aumentam as operações de fusão ou criam empresas fictícias”.

<sup>76</sup> Para esclarecer este ponto, pode-se pensar em dois grupos de empresas. Se o primeiro, após colher os frutos do seu investimento, optar por não aumentar/manter a taxa de investimento e reduzi-la, no intuito de diminuir o endividamento de suas unidades, a consequência será a falta de gasto na economia, e, assim, de recursos para que o investimento das empresas do segundo grupo, seja realizado, ou seja, que seus produtos sejam vendidos. Se houver frustração do investimento de um dado grupo importante de empresas, toda a economia perecerá, pois não haverá recursos para saldar os empréstimos junto aos bancos e estes não fornecerão recursos para a economia.

*The banks find themselves in the presence of an increased demand for credit, while there is no longer repayment of earlier credits. Since everyone needs liquidity, settlements demand flow in from all sides. The debt chain breaks at several points where the banks are no longer able to meet their commitments. A financial crisis breaks out and credit contracts, while money appears in its function as store of value. The sudden devalorization of credits gives rise to bankruptcies and destruction of capital. Market prices then fall at an even faster rate than they previously rose. This price movement is combined with the regulation by unemployment and fluctuations in the nominal wage (...)<sup>77</sup>.*

Uma suspeita de falência sobre alguma instituição integrante do sistema de crédito, por não suportar a pressão sobre a demanda, pode desencadear o processo recessivo. O primeiro movimento característico, após a deflagração da recessão, é uma corrida bancária. Como todos estão endividados, esta corrida expressa uma última tentativa dos agentes de descontarem seus ativos.

Há uma restrição geral da liquidez e uma quebra da pirâmide de crédito. Frustradamente, todos os emprestadores tentam obter pagamento das dívidas. A insolvência bancária se espalha de forma sistêmica, em cadeia, e ocorrem falências generalizadas. Inicia-se uma desvalorização abrupta dos ativos, caindo além do que realmente valem. Há um colapso das cotações na bolsa de valores. Como resultado dos acontecimentos no mercado financeiro, ocorre uma paralisia dos investimentos e do consumo, na esfera produtiva.

Se houver aumento da taxa de juros, como é de se esperar em decorrência da corrida bancária, haverá aumento da preferência por liquidez, tanto em termos de fluxos como em aplicações de portfólio. Os investidores aprofundam as preferências por ativos mais líquidos e o preço de demanda dos bens de capital ficará mais alto. Em outras palavras, existe uma queda da eficiência marginal do capital, uma vez que a taxa de desconto para cálculo do valor presente do investimento é maior; e, também, o seu custo aumenta. Como consequência da demanda por ativos mais líquidos, tem-se uma queda na produção, na renda, no emprego, nos lucros agregados e uma paralisia relativa do investimento. Como explicado antes, aumentam-se os riscos dos

---

<sup>77</sup> “Os bancos se encontram na presença de um aumento na demanda por crédito, enquanto não há o influxo de pagamento relativo a créditos anteriores. Como todos precisam de liquidez, liquidações demandam influxos por todos os lados. A cadeia de crédito se quebra em vários pontos, nos quais os bancos não conseguem mais cumprir os seus compromettimentos. Uma crise financeira estoura e, também, os contratos de crédito, enquanto o dinheiro aparece na sua forma reserva de valor. A repentina desvalorização dos créditos provoca o surgimento de falências e de destruição do capital. Os preços caem a uma taxa mais acelerada do que a taxa em que os preços subiram antes da deflagração da crise. O movimento nos preços é combinado com a regulação (do mercado) pelo desemprego e flutuações no salário nominal...” (AGLIETTA; 1979; p. 341).

devedores e credores. A queda do investimento não apenas causa problemas macroeconômicos concernentes aos fluxos (renda, emprego, lucro), mas também aos estoques patrimoniais. Aumentam-se a dívida e o risco dos detentores de riqueza (Belluzzo & Almeida; 2002; p. 71).

A posição dos bancos como intermediários financeiros é ainda mais complexa, em uma situação de queda do investimento. Pois possuem tanto uma posição credora quanto devedora, o risco de taxa de juros é amplificado, aumenta-se o descasamento de prazos entre ativos. Quando há um aumento da taxa de juros, ocorre tanto uma deterioração dos ativos, porque provavelmente as hipotecas não serão pagas, quanto dos passivos, cujo custo de captação encarece.

Os detentores de riqueza, na busca por manter o valor do seu patrimônio, supõem “a existência de uma medida e forma do enriquecimento que não esteja sujeita a contestação de ninguém, isto é, que seja socialmente reconhecida” (Belluzzo & Almeida; 2002; p. 71).

O dinheiro representa este ativo incontestável, cuja função de reserva de valor é exaltada nos momentos de crise. Há, portanto, conforme colocam – fazendo uma interpretação keynesiana – Belluzzo & Almeida (2002; p. 78), uma “contradição fundamental entre o enriquecimento privado e a criação da nova riqueza pela sociedade (...), a forma assumida pela crise tende a levar ao limite o impulso do enriquecimento privado, ao ponto de torná-lo anti-social devido à paralisia que impõe ao investimento, à renda e ao emprego”.

Segundo Aglietta (1979; p. 342), a crise financeira é a confirmação de que a tendência do sistema de crédito de ser autossuficiente é necessariamente confrontada em uma economia que produz mercadorias. Conforme explicado no primeiro capítulo, a fragilidade da moeda-crédito está no fato de que ela não é, em última instância, reserva de valor. Sua função essencial é servir de intermediária das trocas. O dinheiro de emissão privada apenas é um representante da riqueza que ainda será criada. Sua validação social necessita que a circulação industrial se complete. Quando o crédito bancário libera antecipações de produto que não são compatíveis com o movimento normal de compra e venda de mercadorias, as antecipações bancárias futuras não terão chances de ser legitimadas. A aparente transgressão da “validação social do dinheiro” leva a uma brutal confirmação desta necessidade quando há erupção de uma

crise financeira. Este é o motivo pelo qual o peso de uma crise financeira recai necessariamente sobre as agências de crédito privado.

Aglietta (1979) destaca que a solução para uma crise desta magnitude requer a mudança do padrão de acumulação, propiciada por condições históricas, sociais e econômicas. No caso da crise de 1929, nos Estados Unidos, a solução foi dada pela combinação da Segunda Guerra Mundial, com as demandas sociais dos trabalhadores e com a reforma financeira efetuada na década de 1930. Esta união de forças, inclusive de outras externas à economia norte-americana, proporcionou a criação de um ambiente favorável para o desenvolvimento do padrão fordista de acumulação, cuja crise se dará na década de 1970, com algumas características distintas deste modelo que foi visto. Dentre estas, duas merecem destaque maior: o processo inflacionário e o papel da autoridade monetária.

Pela análise feita, percebe-se o entrelaçamento entre a expansão da moeda bancária e o financiamento do investimento. É importante destacar que a estrutura de financiamento do investimento é essencial para se compreender os ciclos de expansão e retração do sistema capitalista. E os bancos comerciais são os principais agentes deste processo. O investimento visto sob a ótica keynesiana apresenta-se como a variável mais importante da economia por afetar não somente os fluxos (emprego, renda e lucro), como os estoques patrimoniais, conforme assinalado. Segundo Tavares (1978; p. 21) o investimento precisa ser analisado sob uma perspectiva dinâmica:

O investimento (...) é fundamentalmente uma categoria dinâmica, é o instrumento da expansão da capacidade produtiva, da acumulação de capital, é o elemento cíclico por sua própria natureza. Se crescer demais, não se pode manter, porque termina por gerar capacidade ociosa, que deprime a taxa de rentabilidade do capital, tanto a esperada, como a efetiva. Se crescer de menos, tão pouco pode manter-se, porque não gera renda suficiente para comprar a própria produção ampliada.

Pelo efeito sobre o investimento, a atividade bancária pode tanto ser benéfica quanto nociva à economia. Benéfica devido à flexibilidade e amplas possibilidades que asseguram, e nociva quando esta atuação serve para desestabilizar e, por vezes, paralisar o investimento.

### 3.3 – A fragilização do processo de acumulação e a crise de Bretton Woods<sup>78</sup>

Nesta seção, pretende-se analisar, sob a ótica pós-keynesiana e da Escola da Regulação, as dimensões real e financeira da crise do regime de acumulação fordista nos Estados Unidos e como se articulam com o fim de Bretton Woods.

Coadunando com a análise anterior, no primeiro item desenvolve-se como a falta de inovação das estruturas produtivas corroborou para o processo de crise de investimento. No segundo, analisa-se o processo inflacionário do pós-guerra, concebendo-o como uma característica orgânica do regime de acumulação fordista, devido à relação entre o crédito e o sistema monetário que firma o equivalente geral no espaço nacional, conforme as normas legais. No terceiro, examina-se a mudança de estratégia dos bancos norte-americanos que favoreceu a sua atuação no mercado de capitais. Tal mudança impactou o padrão de financiamento do investimento prevalecente e consolidou o avanço do *money manager capitalism*.

#### 3.3.1 – O fim do regime de acumulação fordista e a crise de Bretton Woods

Durante o período do regime de acumulação fordista, as principais fontes de dinamismo da indústria norte-americana advieram, conforme destacam Coutinho & Belluzzo (1978; p. 7), dos setores: automobilístico; da construção civil; e do eletroeletrônico. No entanto, o uso de inovações tecnológicas foi feito apenas pelo último. Já o setor de bens duráveis expandiu-se devido a uma demanda contida, utilizando basicamente a mesma tecnologia do período

---

<sup>78</sup> É possível articular os fundamentos keynesianos em relação à moeda e ao crédito com a escola da regulação. Um fundamento essencial da teoria keynesiana é considerar a moeda como ativo, reserva de valor, em que a economia monetária somente é possível com a constituição dos Estados Modernos, que impõem o dinheiro e assegura o cumprimento dos contratos. Como desdobramento da teoria da Demanda Efetiva, de que o gasto gera o produto, Keynes vê o investimento como a variável dinâmica da economia, cuja realização depende de expectativas (incertas) quanto ao futuro. O crédito financia o investimento, e a poupança é criada no decorrer do processo de expansão da renda.

A escola da regulação considera a moeda como um “princípio de soberania” *ambivalente*, seja “a forma resplandecente da instância normalizadora da instituição monetária, unanimemente reconhecida”, seja “a forma obscura da riqueza, da temível e vã promessa de auto-suficiência que obceca os indivíduos das sociedades modernas” (AGLIETTA & ORLÉAN; 1990; p. 14-15). Esta teoria reconhece, portanto, o valor histórico que subjaz à conformação de economias monetárias e também o caráter social das relações econômicas. Ademais, para esta escola, a instabilidade econômica e as crises financeiras são o desdobramento de desequilíbrios que ocorrem na esfera real da economia e se deslocam para a esfera financeira, onde ocorre o descolamento da valorização da riqueza, fomentada pelo crédito, que leva à crise.

anterior, segundo os autores. A opção de certas indústrias norte-americanas em não inovar terá impacto negativo no crescimento da economia dos Estados Unidos; enquanto isso, as indústrias europeias e japonesas se reconstruíam, fato este que começa a ser percebido na concorrência intercapitalista, com a restauração da conversibilidade em conta corrente no fim dos anos 1950 e o subsequente aumento do dinamismo do comércio global.

O crescimento da economia norte-americana estava vinculado à reconstrução das economias europeias e do Japão, pautado no equilíbrio frágil entre altas taxas de crescimento e uma inflação baixa e contínua (Belluzzo; 1997; p.173). O impacto da reconfiguração da concorrência intercapitalista abateu a economia norte-americana por duas vias, tanto pela perda de importantes mercados consumidores, como também pela crescente concorrência em esferas nacional e internacional de seus produtos. O fortalecimento das indústrias japonesas e europeias foi possibilitado pela transferência de capital dos Estados Unidos e pela estreita relação que detinham entre banco e indústria nestes países, durante as décadas de 1950 e 1960.

Conforme destaca Einchengreen (2000; p.177), as indústrias recém-reconstruídas do pós-guerra detinham uma vantagem competitiva estratégica, podendo “crescer mais rapidamente que os Estados Unidos simplesmente em virtude de terem partido de um patamar inferior ao do líder em tecnologia”. Já, as norte-americanas, por não conseguirem inovar<sup>79</sup>, continuam utilizando tecnologia ultrapassada em um contexto de concorrência internacional acirrada.

Diferentemente do modelo de financiamento utilizado pelas indústrias japonesas e europeias, a norte-americana, conforme demonstra a tabela 6 abaixo, tem reduzida participação do setor bancário, sendo este responsável, apenas, por um quarto do financiamento externo às firmas, durante o regime de acumulação fordista. Nem por isso, o setor bancário não exercia influência significativa sobre a estrutura do financiamento da indústria norte-americana em determinados períodos, principalmente, quando alguns setores encontravam-se mais endividados e precisavam se refinar.

---

<sup>79</sup> Por dificuldades em se canalizar fundos para novos investimentos, devido às disfunções do mercado financeiro – causadas pela superacumulação de capital que promove queda na taxa marginal de lucro, detonando o processo inflacionário, conforme foi explicado, segundo a visão de Aglietta.

Conforme destacam Aglietta & Orléan (1990; p. 338), a importância do financiamento via crédito bancário aumenta quando as empresas se encontram com maiores níveis de endividamento total, como pode ser observado na tabela 6:

<b>Tabela 6: Participação dos Instrumentos de Crédito externos a firma (%) - Empresas não financeiras e não agrícolas - Anos Selecionados</b>													
	1952	1960	1965	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1980	1985	1990	1995
<b>Captações no mercado de capitais:</b>													
Commercial paper	0,4	0,5	0,4	2,0	1,6	1,6	1,7	2,3	1,7	3,1	4,5	4,6	5,3
Títulos municipais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,7	1,2	5,0	7,9	4,5	4,6
Títulos corporativos	52,4	52,5	46,9	46,1	47,5	46,0	41,7	41,1	44,4	40,1	35,7	39,7	46,1
Outros empréstimos	4,5	6,3	7,1	6,9	6,8	7,1	7,3	8,1	8,6	12,0	15,4	18,9	16,2
Hipotecas	15,7	15,0	16,4	16,4	16,5	17,1	21,1	18,9	19,1	14,5	10,4	10,8	7,2
<b>Captações no mercado bancário:</b>													
Empréstimos bancários	27,0	25,8	29,3	28,6	27,6	28,0	27,6	28,9	25,1	25,3	26,2	21,5	20,5
<b>Total geral:</b>	<b>100</b>												
(dívidas totais) <sup>80</sup> /PL	23,0	27,4	32,3	38,1	37,3	37,1	38,0	32,9	33,8	29,3	39,1	50,9	53,4
(dívidas totais) / (total de ações)	57,9	39,8	33,3	51,5	47,4	41,6	61,3	98,9	75,7	67,7	84,4	86,0	45,9

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States – Elaboração própria.

Esta tabela mostra a participação de cada modalidade de financiamento, no financiamento externo à firma, em datas escolhidas, de 1952 a 1995. Durante o período de 1970-1974, o endividamento das empresas não financeiras e não agrícolas foi mais elevado que na década anterior, como pode ser visto pela relação entre dívidas totais e o patrimônio líquido e também dívidas totais por ações. No mesmo período, os empréstimos bancários se mantiveram elevados, para depois caírem em 1975, quando a proporção de dívidas, tanto em relação às ações quanto ao patrimônio líquido, também cai.

O refinanciamento das dívidas é condicionado pelas decisões do setor bancário em momentos críticos, de tensões financeiras. Quando ocorre descompasso entre a produção

<sup>80</sup> (Dívidas totais = dívidas de longo prazo + dívidas de curto prazo)

intersetorial, alguns setores acabam sendo mais atingidos que outros neste processo. Segundo Aglietta & Orléan (1990; p. 338):

A incidência de uma redução mais ou menos drástica da oferta de crédito bancário, é, portanto tanto mais eficaz à medida que for concentrada sobre um certo número de setores fortemente endividados e incapazes de obter um aumento de novos capitais devido às condições de fragilidade financeira em que se encontram.

O crescente enfraquecimento da indústria norte-americana, pelas vias assinaladas, e a crise monetária pela qual passava a economia, devido aos arranjos da concorrência monopolista, levaram à modificação do modelo de crescimento interno e à crescente fragilização tanto do Sistema Financeiro Internacional quanto do crescimento das economias centrais. A solução dada ao processo inflacionário e de crise da indústria norte-americana terá impactos globais. Na década de 1970, a economia norte-americana cresceu lentamente e conheceu o fenômeno da estagflação. A necessidade de mudanças regulatórias no sistema financeiro (monetário e bancário) colocou-se nesse contexto (Guttman & Plihon; 2009; p. 578).

A solução encontrada seguiu, durante toda a década de 1970, o sentido da desmontagem das finanças reguladas, do fim da taxa de câmbio fixa e da liberalização dos controles de capitais. Em 1971, os Estados Unidos encontravam-se fortemente pressionados pelo desequilíbrio entre suas reservas de ouro e quantidade emitida de dólares. O enfraquecimento da conversibilidade já estava sendo posto em xeque desde a eleição do presidente John F. Kennedy, em fins de 1960. As economias europeias e japonesas começam a manter suas reservas internacionais em ouro e não em dólares. Como reação, os Estados Unidos decidem, unilateralmente, anunciar o fim do padrão monetário dólar-ouro e declaram-se não obrigados a converter mais o dólar, nem a 35 dólares a onça, nem a outro preço qualquer.

Isto provocou uma desvalorização do dólar em relação a suas reservas de ouro. Em seguida, cria-se o acordo Smithsonian<sup>81</sup>, pelo qual se busca manter um câmbio fixo entre as moedas dos países centrais. No entanto, conforme destaca Eichengreen (2000; p. 180), o dilema de Triffin<sup>82</sup> ainda permanecia. Os Estados Unidos, nos anos seguintes, continuam com políticas

---

<sup>81</sup> Para um detalhamento ver Eichengreen (2000; p. 179-180)

<sup>82</sup> Este dilema faz referência ao excesso de liquidez da moeda-chave do sistema, no caso o dólar, colocar em xeque a sua própria credibilidade como reserva de valor.

econômicas expansionistas levantando dúvidas quanto à manutenção da nova taxa de câmbio. Em 1973, o Sistema Monetário Internacional estabelecido em Bretton Woods chega ao seu fim.

Neste contexto de ruptura do padrão monetário, a década de 1970 também é marcada por choques de âmbito internacional, tais como os choques do petróleo (1973 e 1979) que dificultaram a recuperação da economia doméstica norte-americana. Assiste-se, neste período, o declínio contínuo do “Consenso Keynesiano” que vigorava desde 1930. Neste ambiente, os conflitos entre os espaços econômicos desregulamentados no cenário internacional e os espaços nacionais regulamentados são exacerbados, estimula-se a inovação financeira e cria-se um contexto favorável para o aprofundamento do financiamento via mercado de capitais com fortalecimento dos investidores institucionais.

Nesse cenário, o combate à inflação pautou-se pela crescente desregulamentação das finanças, o que alterou a estratégia das instituições financeiras bancárias e não bancárias, e também as não-financeiras. A adoção, no fim da década, da política monetarista é um marco para pensar o capitalismo conduzido pelas finanças nos Estados Unidos e na Inglaterra. Um dos seus traços é a posição estratégica dos investidores institucionais que se apropriam da renda nacional por meio dos rendimentos de capital, “como juros, dividendos, taxas e comissões por serviços e ganhos de capital” (Guttman & Plihon; 2009; p. 580).

### 3.3.2 – A crise inflacionária

Segundo Aglietta (1979; p. 365), o processo de inflação foi a forma pela qual aconteceram as crises financeiras após o *New Deal*, em que o Banco Central teve um papel ativo na unificação da moeda nacional. No entanto, o embasamento teórico relativo à superacumulação de capital permanece o mesmo, também neste caso. Devido à presença da Autoridade Monetária neste processo, o estágio depressivo da crise apresenta uma forma menos severa. Não ocorre queima de capital na mesma magnitude que ocorreria caso não tivesse a participação do Banco Central na crise, porém, como contrapartida, há o processo inflacionário.

O autor distingue dois tipos de inflação: a *creeping inflation* (inflação rastejante) e a *cumulative inflation* (inflação acumulativa).

A primeira apareceu durante o período de acumulação fordista, como uma característica intrínseca; e a segunda, durante a crise deste padrão. Para Aglietta (1979; p. 368), há inflação apenas se: “*The full realization of the value newly created can be compatible with a systemic and permanent erosion of national money only if one section of monetary flow which should be devoted to the realization of constant capital goes instead to sustain expenditure of total income*”<sup>83</sup>.

Explicando de outra maneira, além do crédito adiantado para o processo produtivo, teriam de haver outros fundos que entrassem na esfera da circulação industrial por meio do pagamento de salários aos trabalhadores. Podendo este recurso ter a forma de um adiantamento de crédito que não foi utilizado para a produção de bens de capital, mas que entra na esfera da renda. No modo de produção fordista, este fundo aparece cronicamente pelo adiantamento de crédito relativo à depreciação do capital que servirá para financiar capital novo, no entanto, no momento em que ele é inserido na esfera de circulação industrial, não corresponde à produção de nenhum bem. Isto é possibilitado pelas permissões de depreciação características da estrutura contábil das firmas durante o período fordista. Este movimento causaria inflação baixa e contínua, ou, nas palavras do autor, “*creeping inflation*”.

A correção deste desequilíbrio, uma vez que “*the flow of integrated money must be necessarily equal to the reflux of disintegrated money*<sup>84</sup>, given that both derive from the same bank credit which must be cancelled after income is realized<sup>85</sup>”, seria via o aumento nominal dos salários, depreciando o valor do dinheiro, ou seja, neste padrão o ajuste do sistema é inflacionário. Para Guttman (1994; p. 97), o regime monopolista de acumulação, por não ajustar

---

<sup>83</sup> “A plena realização do valor recém-criado só pode ser compatível com uma sistêmica e permanente erosão do dinheiro nacional somente se uma secção do fluxo monetário que deveria ser utilizada para a realização do capital constante, seja utilizada para sustentar o gasto da renda total”.

<sup>84</sup> O termo “*integrated money*”, o autor utiliza para se referir ao momento em que o dinheiro bancário, após criado, é “integrado” ao processo produtivo via pagamento de salários e entra no movimento de circulação industrial. E “*disintegrated money*”, quando ele é desintegrado ao sair deste processo, e o dinheiro bancário, em seguida, é destruído via cancelamento da dívida. As etapas do dinheiro bancário percorreriam as seguintes fases: *creation, integration, disintegration* e *destruction*. (Aglietta; 1979; p.346-47).

<sup>85</sup> “O fluxo do dinheiro integrado precisa ser necessariamente igual ao refluxo do dinheiro desintegrado, dado que ambos derivam do mesmo dinheiro bancário que precisar ser cancelado depois que a renda é realizada” (AGLIETTA; 1979; p. 368).

o preço dos bens produzidos para baixo, correspondente ao aumento de produtividade, e, concomitantemente, manter os salários altos que incentivam a demanda, promovem inflação contínua neste sistema.

O ajuste via inflação de preços, para Algietta (1979; p. 369), somente é possível devido à unificação do dinheiro bancário em uma moeda nacional, promovida pelo Banco Central, o que não seria possível caso a validação social da produção e do crédito bancário tivesse de ser feita pela conversão em ouro, no espaço interno de acumulação. Neste regime, há a monetização do crédito pela atuação do Banco Central. Importante ressaltar que a erosão do valor monetário acompanha a depreciação do capital. As características estruturais do período fordista – *“collective bargaining which plans the development of the nominal reference wage; the centralization of capital in industry and finance, permitting the formation of depreciation allowances as the counterpart of an anticipated obsolescence; the articulation of the credit and monetary systems that authorizes a total dematerialization of money within the national territory”*<sup>86</sup> – condicionaram o processo inflacionário deste período.

Já a segunda, a *cumulative inflation*, na visão do autor, decorre do processo, acima assinalado, aplicado ao conceito de superacumulação de capital.

As fases da crise do período fordista, em que ocorre a *cumulative inflation*, são as mesmas de uma clássica, como a de 1929: euforia; *boom* especulativo; desenvolvimento desigual intertemporal entre os departamentos de produção; validação da produção em D I via crédito; até que seja impossível realizar a produção. Porém, a fase da euforia, em que há aumento de preços, caracteriza-se por ser muito mais longa. A atuação da Autoridade Monetária, garantindo a moeda-crédito, impede que haja uma destruição brutal do capital acumulado e, após o pico especulativo, não ocorre queima ativos, como em 1929. Esta atitude do Banco Central fragiliza a “restrição monetária”<sup>87</sup>, ou seja, enfraquece o valor da moeda, pois a moeda-crédito que deveria

---

<sup>86</sup> “negociação coletiva a qual planeja o desenvolvimento de um salário nominal de referência; a centralização do capital na indústria e nas finanças, permitindo a formação de linhas de crédito para a depreciação que antecipam a obsolescência do capital; a articulação do sistema monetário e creditício que autoriza uma total desmaterialização do dinheiro dentro do território nacional” (AGLIETTA; 1979; p. 370)

<sup>87</sup> Lembrando que para o autor *“The monetary constraint means that each participant in exchange has to sell his commodity, in other words prove by obtaining money that this particular commodity gives him disposal over a fraction of total social labour”* – “A restrição monetária significa que cada participante do processo de troca precisa vender a sua mercadoria, em outras palavras

ser convertida pelo equivalente geral, para realizar e finalizar o processo das trocas, não o é. A moeda-crédito é validada de modo forçado, o que permite a ocorrência do fenômeno inflacionário. Há três fontes principais de fundos inflacionários neste cenário econômico: aqueles derivados da depreciação do capital fixo; do aumento da produtividade dos bens, sem a contrapartida de queda nos preços; e os relativos à atuação da Autoridade Monetária.

Nas palavras do autor, em todas as circunstâncias o Banco Central assegura a unidade dos diferentes dinheiros bancários, por meio de emissão do seu próprio dinheiro, o que propicia uma “pseudo-validação social da renda” ou “*pseudo-social validation of income*” (Aglietta; 1979; p. 371)<sup>88</sup>. Por este motivo, há um avanço do endividamento das instituições presentes na economia – financeiras ou não – o que fragiliza suas estruturas patrimoniais.

Conforme destaca Aglietta (1979; p. 371), a dívida que se desenvolve nesta fase da crise financeira cresce mais rapidamente do que o valor de troca do produto total; o que a torna ainda mais instável. O primeiro sintoma aparente da crise financeira apresenta-se na forma de uma queda da taxa de produtividade do trabalho de longo prazo e em uma paralisia na queda do custo social do trabalho, que provocam decréscimos na margem de lucro. Isto ocorre dentro das condições estruturais do fordismo em que não se permitem rebaixar salários nominais, para que se mantenha o “*American way of Life*”, ou seja, o padrão de consumo norte-americano. Por outro lado, devido a esta impossibilidade, a indústria nacional tem um mercado cativo, a reação, normal, dos capitalistas a este processo – o que também prolonga a fase de euforia – é a busca por inovações para enfrentar a concorrência. Porém, esta atitude provoca tensões e antagonismos entre o capital novo e o capital velho, que impedem a renovação do capital como um todo.

Nestas circunstâncias, os setores produtivos, que são os motores do crescimento, têm dificuldade em inovar porque a centralização de recursos para o financiamento do capital novo exige a transferência de lucro, o que é dificultado pela queda da produtividade do trabalho. No entanto, devido à própria estrutura do mercado consumidor, ainda é possível extrair alguma rentabilidade do capital instalado, dificultando ainda mais o processo de inovação. Para Aglietta

---

ele tem que provar pela obtenção de dinheiro que a sua mercadoria particular dá a ele poder sobre uma fração do trabalho social total” (AGLIETTA; 1979; P. 332).

<sup>88</sup> Vale ressaltar que a análise de Aglietta sobre a “pseudo validação social da renda” foi inspirada em De Brunhoff (1978, p. 47).

(1979; p. 372), este fenômeno é o significado da superacumulação de capital. A própria existência de uma massa de capital a ser valorizada impede o investimento em novo capital. Há um conflito intertemporal na realização do capital que impede as transformações do sistema capitalista. Ele é expresso em uma disfunção do mercado financeiro. Há uma persistente escassez de recursos para financiar o novo capital, nas palavras de Aglietta (1979; p. 372): “*A persistent scarcity of the financial resources available for new capital formation reflects the incompatibility between the requirements for the financing of accumulation and the reaction of financial circulation to the over-accumulation of capital*”<sup>89</sup>.

Esta escassez de recursos no mercado financeiro e a dificuldade em utilizar os lucros levam os empresários a buscar outras formas para financiar o novo investimento. No entanto, isto desencadeia a proliferação de fundos monetários que não possuem correspondência com a realização de mercadorias, os quais passam a ter uma taxa de crescimento mais rápida do que a da renda líquida, deflagrando o processo de inflação acumulativa (*cumulative inflation*).

Uma das fontes destes fundos refere-se às depreciações, já mencionados neste capítulo, condicionadas aos investimentos passados. Eles formam um fundo de reserva, conforme há um aumento das permissões de depreciação que serve para financiar novo investimento, na busca de solucionar o conflito acima descrito. Segundo Aglietta (1979; p. 373), com o aguçamento do conflito entre os capitais novo e velho, a proporção das depreciações no influxo de receita aumenta, pressionando o processo inflacionário. O estoque de capital produtivo presente na economia gera a cada ciclo de investimento uma quantia de recursos menor do que a correspondente no período anterior, devido ao envelhecimento de capital. Este processo não pode ser revertido pelo aumento do peso do capital recente nestas condições de financiamento. Porque a demanda pela formação de novo capital caracteriza-se como uma relação de fluxo, mais dinâmica, e cresce de forma mais rápida do que se modifica a composição temporal do estoque de capital investido – necessário ao aumento da provisão de fundos para a continuidade deste padrão de financiamento. Este processo, conforme explicado, é inflacionário e, por esta razão, aumenta o custo monetário do investimento futuro. É por isso que quanto maior a provisão de depreciação,

---

<sup>89</sup> “Uma persistente escassez de recursos financeiros disponíveis para a formação de novo capital reflete a incompatibilidade entre os requerimentos para o financiamento da acumulação e a reação da circulação financeira a superacumulação de capital”.

mais ela precipita um rápido aumento no custo monetário do futuro investimento para ser realizado. O prosseguimento desta forma de financiamento gera um espiral de dívidas que é a base da inflação acumulativa.

Para se dimensionar a velocidade do endividamento, em relação ao influxo de receita, o autor cita os seguintes dados: *“For each dollar of cash flow, firms’ net annual debt came to 0.65 dollar in 1965. In 1969, under the first push of cumulative inflation, it rose to 0.95 dollars. After falling to 0.75 in the recession of 1970-71, the ratio advanced to 1.60 in 1974”*<sup>90</sup> (Aglietta; 1979; p. 374). Ainda segundo o autor, estes sobressaltos se devem ao aumento da formação de capital novo, sem haver recursos no mercado de capitais para a realização de investimento, dadas às incertezas futuras.

Esta escassez repercute sobre a função alocativa do mercado financeiro o que agrava a possibilidade de crise. Percebendo o aumento dos riscos, os intermediários financeiros apertam a oferta de recursos e procuram aumentar suas margens de lucros. As taxas de juros se ajustam segundo a preferência pela liquidez dos poupadores. Há uma distorção dos valores relativos. O grau de aversão ao risco dos investidores causa movimentos contraditórios no mercado financeiro, alguns buscando se precaver e outros especular. Diminui-se ainda mais os recursos para o investimento em capital produtivo, o que piora as distorções macroeconômicas do sistema em suas esferas produtiva e financeira.

O sistema bancário, devido a esta escassez de recursos no mercado de capitais, fica em uma situação privilegiada e, por meio dele, é assegurada a continuidade do processo de financiamento produtivo. Para as firmas que utilizam o investimento em capital novo como uma arma contra a concorrência, parece ser vantajoso tomar emprestado; e, também, os bancos veem neste processo benefícios pecuniários, pois podem abrir uma linha financiamento cobrando taxas juros mais altas, graças à disfunção do mercado financeiro e também oferecem prazos menores para o pagamento da dívida, os dados da tabela 6 evidenciam este argumento.

---

<sup>90</sup> “Para cada dólar que entrava nas empresas, a dívida líquida anual destas aumentava em 0,65 dólar em 1965. Em 1969, diante do primeiro impulso da inflação acumulativa, essa relação subiu para 0,95 dólar. Depois de cair para 0,75, durante a recessão de 1970-71, essa relação avançou para 1,6, em 1974.”

Segundo Aglietta (1979; p. 375), este movimento dos bancos alimenta o processo inflacionário de duas maneiras: ao ratificar o processo inflacionário ao considerar nos seus cálculos o crescimento nominal da renda, antecipando o seu aumento futuro ao integrar o dinheiro bancário na circulação industrial; e, também, ao fechar este circuito ao ajustar o seu nível nominal, via aumento de preços, para resolver o antagonismo entre a distribuição da renda e a alocação do trabalho social entre os departamentos da produção. Este movimento espiral se retroalimenta e forma uma pirâmide de crédito, em que as estruturas das empresas financeiras e não financeiras são comprometidas.

A atuação do sistema bancário reforça os desequilíbrios macroeconômicos desencadeados pela superacumulação de capital. Ao invés de resolver o conflito entre a valorização da massa de capital já investida e a formação de capital novo, sua atuação reforça o processo inflacionário e modifica a composição dos ativos dos agentes. Para esclarecer a magnitude de tal processo, Aglietta (1979; p. 376) mostra os seguintes números:

*Between 1964 and 1974, the non-financial companies as a whole saw their ratios of fixed capital to debts fall by half, with a similar development of liquid assets in relation to short-term debt. The banks now needed to borrow even more liquid funds in order to top up reserves that were stretched by the expansion of credit. This indebtedness of the banks on the money markets has increased far more rapidly than their assets, the ratio growing from 2.3% in 1967 to 13.3% in 1974<sup>91</sup>.*

Este processo eleva ao máximo a criação endógena de moeda, como foi visto no segundo capítulo desta dissertação, a força dissipativa dos bancos, de desestabilização do sistema, pela formação de estruturas patrimoniais instáveis é totalmente endógena. As inovações financeiras, que fornecem aos bancos a capacidade para burlar as restrições estabelecidas pelo Fed, são o motor do endividamento, do processo inflacionário e da própria crise financeira.

Conforme visto no capítulo anterior, o estrangulamento das estruturas patrimoniais pelo aumento do débito e o descasamento de prazos dos ativos e passivos fragilizam toda a economia. Constrói-se uma pirâmide de crédito em que todas as instituições pertencentes a este

---

<sup>91</sup> “Entre 1964 e 1974, as companhias não-financeiras como um todo viram suas taxas de capital fixo em relação à dívidas cair pela metade, com um desenvolvimento similar dos ativos líquidos em relação à dívida de curto prazo. Os bancos precisavam agora emprestar mais fundos líquidos a fim de elevar os níveis de reserva que eram esterçadas pela expansão do crédito. O aumento do endividamento dos bancos no mercado de capitais aumentou muito mais rapidamente que os seus ativos, a taxa de crescimento [deste endividamento] passou de 2,3% em 1967 para 13,3% em 1974.”

regime de acumulação – financeiras ou não – estão envolvidas. Porém, diferentemente daquilo que ocorreu em outras crises financeiras do capitalismo, em que houve uma abrupta deflação de ativos e um pânico financeiro como em 1929, as condições estruturais deste novo regime de acumulação amortecem este processo e evitam o pânico. O Banco Central, ao agir como prestador de última instância e ao garantir a coesão do sistema bancário, evita que haja uma deflação generalizada dos ativos – financeiros ou capital fixo – impedindo a deflagração do pânico financeiro, e também que uma recessão se transforme em depressão profunda. Aglietta (1979; p. 378), ressalta que:

*In the severe recession of 1974-75, industrial production fell by 9% in real terms, while the purchasing power of total wages fell by 11%. There was indeed a deflation of certain industrial prices which had taken off in the speculative boom, but no general deflation. The general price level, which had been risen by an annual rate of 14%, stabilized after a few oscillations at a new rate of creeping inflation of the order of 5.5 to 6%.<sup>92</sup>*

A principal diferença desta crise financeira, apesar das similaridades – ruptura do padrão monetário e do regime de acumulação – está no fato de que ela não se associa com uma depressão profunda, isso se deve ao arranjo institucional financeiro em que o Banco Central atua como prestador de última instância. A participação desta instituição de forma ativa na economia foi aprimorada durante este regime e permanece até os dias atuais. No entanto, como contrapartida, isto acarreta a validação de estruturas arriscadas, o que acaba por incentivar futuras inovações financeiras responsáveis pelo aumento da fragilidade sistêmica (Minsky; 2008a). Por não haver a queima do capital (financeiro e real) que suscitou a crise, a saída acontece após um longo período de tempo, seguida por muitas vicissitudes no sistema financeiro. Durante este período, os Estados Unidos conheceram o fenômeno da “estagnação”, em que não há crescimento econômico, mas inflação dos preços.

---

<sup>92</sup> “Na severa recessão de 1974-75, a produção industrial caiu 9% em termos reais, enquanto o poder de compra total dos salários caiu 11%. Houve de fato uma deflação de certos preços industriais que decolaram no *boom* especulativo, mas não houve deflação generalizada. O nível geral de preços, que atingiu uma taxa anual de 14%, estabilizou-se após algumas oscilações a uma nova taxa de inflação rastejante da ordem de 5,5% a 6%”.

### 3.3.3 – O avanço do sistema bancário no mercado de capitais e a consolidação do Money Manager Capitalism

Conforme destacado nos capítulos anteriores, durante o período de Bretton Woods o negócio bancário fundamentou-se principalmente no crédito. No entanto, na década de 1980, os bancos comerciais, para recuperar suas margens de lucro, comprimidas pelo arrocho da política monetária de fins da década de 1970, gradativamente, passaram a orientar-se para o mercado de capitais, inovando para retomarem a lucratividade perdida com estas mudanças.

A mudança na estratégia dos bancos, neste período, foi incentivada pela diminuição da relevância destes no financiamento dos investimentos, conforme a tabela 5 e a tabela 7:

<b>Tabela 7: Participação das Instituições Financeiras na Composição do Total dos ativos financeiros</b>									
	<b>1980</b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2005</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>
Bancos Comerciais	36,1	31,7	30,2	26,6	23,8	25,9	26,1	30,5	28,2
Instituições de Poupança	19,3	17,0	12,0	6,0	4,3	4,7	4,0	3,3	2,4
União de Crédito	1,6	1,8	2,0	1,8	1,6	1,8	1,7	1,8	1,8
Companhias de Seguro Patrimônio	4,4	4,0	4,8	4,4	3,1	3,3	3,0	9,8	2,8
Companhias de Seguro de Vida	11,3	10,6	12,2	12,2	11,1	11,5	10,9	9,8	10,2
Fundos Privados de Pensão	12,5	16,4	14,8	17,2	15,9	14,2	14,1	9,9	12,0
Fundos de Pensão empregados públicos	6,6	7,7	9,7	11,1	11,0	10,0	9,3	7,7	8,5
Fundos Mútuos do Mercado Monetário	1,9	3,2	4,5	4,4	6,4	5,3	6,7	8,1	5,4
Fundos Mútuos	1,5	3,3	5,5	11,0	15,8	15,9	17,2	11,8	15,6
Empresas com suportes do Governo	4,8	4,3	4,3	5,3	7,0	7,4	7,0	7,4	13,0
Ativos Financeiros Totais	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States – Elaboração própria.

Os investidores institucionais aceleraram o aumento de sua participação no total de ativos financeiros. Em meados da década de 1990, a participação dos bancos norte-americanos no total de ativos foi de apenas 27%; enquanto que na década de 1950, no auge do período de Bretton Woods, este percentual foi quase 50%, somado às instituições de poupança, as instituições depositárias ocupavam cerca de 60% deste mercado. Estes números mostram a mudança ocorrida na esfera financeira durante o período. Como a proporção dos ativos bancários

diminui ao longo do tempo, desde a década de 1950, a economia norte-americana caracteriza-se pelo desenvolvimento de um regime de financiamento fundamentado no mercado de capitais – *market-based financial system* – no pós-guerra<sup>93</sup>.

Conforme discutido nos capítulos anteriores, a dificuldade competitiva dos bancos, que culminou na crise da década de 1970, teria suas origens na regulamentação financeira efetuada durante a década de 1930, a qual, apesar de ter revigorado o sistema bancário, pelas medidas ressaltadas no primeiro capítulo, criou regras (*rules for fair play*) que asseguraram a superioridade e a superveniência do mercado de capitais no financiamento do investimento (Vitols; 2001). Conforme destaca Zysman (1982; p.73), “*in the United States (...) the capital markets are very large, corporations rely heavily upon these markets for finance, and the commercial banks face major competition at home from other financial intermediaries*”<sup>94</sup>. Com a separação entre bancos comerciais e bancos de investimento, a participação dos primeiros no mercado de capitais foi limitada no pós-guerra, e só aconteceu de forma mais intensa após o período de inovações financeiras, iniciado na década de 1970, como reação ao processo de aperto da rentabilidade destas instituições.

O resultado da reforma financeira de 1930 para os bancos comerciais, no longo prazo, foi a queda da rentabilidade e a intensificação da concorrência com os outros intermediários financeiros para atuar no mercado de capitais, por submeterem-se a *Regulation Q*, aos controles da Autoridade Monetária e às limitações para operar como banco de investimento. O ápice deste processo ocorre no fim da década de 1970, em que as mudanças desencadeadas no sistema financeiro, provocadas pela Política Monetária executada no período, rebatem corrosivamente sobre a lucratividade do setor bancário e de outras instituições depositárias que estavam sob o controle da *Regulation Q*.

---

<sup>93</sup> Segundo Vitols (2001), o desenvolvimento do modelo de financiamento via mercado de capitais – em que “*securities that are tradeable in financial markets are the dominant form of financial asset*”, em contraposição ao modelo fundamentado nos bancos, no qual “*the bulk of financial assets and liabilities consist of bank deposits and direct loans*”. Tradução: “títulos que são negociáveis no mercado financeiro é forma dominante de ativos financeiros” e “o grosso dos ativos e passivos financeiros consiste em depósitos bancários e empréstimos diretos” (VITOLS; 2001; p.1) .

<sup>94</sup> “nos Estados Unidos (...) os mercados de capitais são muito grandes, as grandes corporações contam com estes mercados para se financiarem, e os bancos comerciais enfrentam uma grande competição no ambiente doméstico com outros intermediários financeiros”.

Para entender a alteração dos objetivos da política monetária na década de 1980, Wray (2007; p. 3) destaca o acordo de 1951 entre o Fed e Tesouro, o qual liberou o Banco Central norte-americano do compromisso de manter baixas taxas de juros, para que pudesse utilizar esta ferramenta como arma contra a inflação. A estratégia do Fed, nesta época, era elevar a taxa de juros até o teto permitido pelo mercado, provocando “*credit crunches*”. Neste contexto, o autor ressalta que, no entanto, a reação da Autoridade Monetária ao processo inovador dos bancos comerciais, por perceber que se tratava de uma busca de sobrevivências destas instituições em um ambiente de concorrência intensa no mercado financeiro, foi relaxar as regras que limitavam a atuação dos bancos e validação das práticas de inovação.

O caminho trilhado pelos bancos em direção ao mercado de capitais foi alavancado, conforme destaca Minsky (1991; p. 20), pela experiência da política monetarista, de 1979 a 1982, que se inicia no final do governo Carter e consolida-se durante o governo do Presidente Ronald Reagan. O combate à inflação centrou-se na restrição do crescimento da base monetária, por meio de um controle da oferta de moeda bancária, aumentando níveis de depósito de reserva no Banco Central. O foco residia no controle direto da base monetária e não na taxa de juros. No entanto, esta política será apenas uma das faces da profunda transformação da maneira como os Estados Unidos executavam a política monetária. Vendo o enfraquecimento de sua hegemonia no sistema global, o governo norte-americano procurou retomá-la mediante o processo de aumento da taxa de juros dos fundos federais, pelo Fed, sob o comando de Paul Volcker, na chamada “diplomacia do dólar forte” (Tavares; 1997). A política de aumento de taxas de juros foi utilizada com medida de valorização do dólar, no cenário internacional.

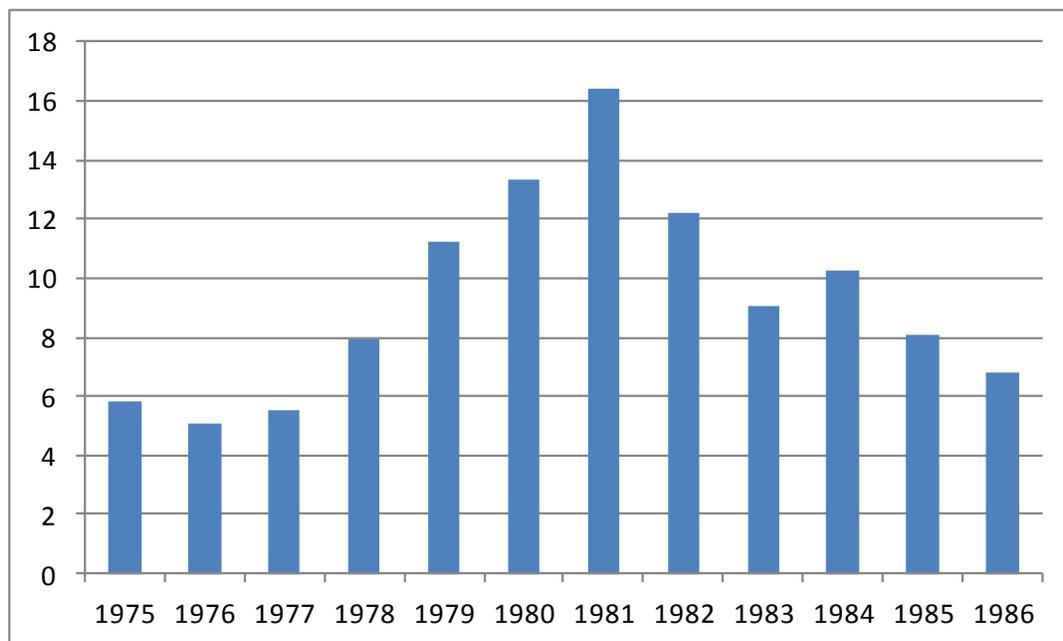
Segundo Maria Conceição Tavares (1997; p.30), o arranjo de Bretton Woods criava constrangimentos crescentes à manutenção do dólar como moeda reserva, dada a progressiva fuga dos capitais norte-americanos sob a regulamentação do Fed, especialmente após o surgimento do mercado de petrodólares, operado por bancos não-tradicionais do oligopólio anglo-saxão. A consequência monetária desse processo foi a constante desvalorização do dólar, iniciada nos anos 1960. Diante da tentativa do FMI, em 1979, de avançar em uma moeda-reserva não nacional, a partir do uso ampliado dos Direitos Especiais de Saque (DES), Volcker retira-se da reunião e precipita um aumento brutal das taxas de juros internas, na tentativa de submeter o

sistema inteiro à autoridade do Fed e recuperar o dólar como reserva de valor. Segundo Tavares (1997) este ato impeliu a economia global a uma crise que se arrastou por três anos, mas garantiu a reafirmação do dólar como moeda reserva universal e sem lastro em mercadoria.

Em âmbitos domésticos, estas medidas tiveram como consequência, ademais, a queda de rentabilidade do sistema bancário, devido ao aumento dos custos do passivo; à queda de retorno dos ativos; e ao processo de desintermediação financeira, já mencionado no capítulo anterior. Abrem-se oportunidades para que intermediários financeiros não bancários aumentem sua participação na oferta de crédito, dado que a eles era permitido aumentar o preço do crédito para os clientes. Cintra (1997; p. 21), ressalta que, na década de 1970, desenvolvem-se os fundos mútuos no mercado monetário (*money market mutual funds* – MMMFs), os quais “proporcionavam taxas de retorno de mercado (acima dos tetos) para um grande número de sócios, que depositavam seus recursos nesses fundos, que por sua vez investiam em instrumentos do mercado monetário”. Estes fundos passaram a concorrer diretamente com as contas de depósito a prazo dos bancos.

Estimulam-se inovações no sistema bancário para aumentar sua participação no mercado de capitais e recuperar a rentabilidade (Minsky; 1991). Ou seja, na busca de superar a limitação imposta pela separação entre bancos comerciais e bancos de investimento.

**Gráfico 2: Taxa de Juros: Federal Funds – 1975 a 1986**



Fonte: Federal Reserve, *historical data*, elaboração própria; média do período.

Pelo Gráfico 2, nota-se a expansão significativa da taxa de juros, dos fundos federais (interbancário) entre 1979-1982. O aumento da taxa de juros tem dois impactos imediatos sobre a evolução patrimonial dos bancos. O primeiro refere-se às consequências da diminuição das margens de segurança pelos bancos comerciais norte-americanos, durante a década de 1960 e 1970, e aumento dos riscos, pelo descasamento entre os prazos dos ativos, os empréstimos, com prazos maiores, e refinanciamento das posições passivas, com prazos menores, como visto no capítulo anterior.

A elevação da taxa de juros, nestas condições, tem como consequência um aumento severo nos custos dos bancos, que precisam, a todo o momento, refinar-se. Neste contexto, há uma aceleração do processo de inovação, comprometendo ainda mais a estrutura patrimonial dessas instituições: *the implication of a protracted period of high interest rates is that banks will*

*reach for yield, will accept greater risks, in an effort to improve earnings*”<sup>95</sup> (Minsky; 1991; p. 21).

A segunda consequência do aumento da taxa de juros é o processo de desintermediação sofrido pelos bancos, conforme explicado no segundo capítulo. Não apenas o custo do crédito aos clientes é limitado pela *Regulation Q*, como também a rentabilidade dos depósitos bancários. Com a elevação da taxa de juros, o retorno desta opção de investimento fica abaixo de outras existentes no mercado, os clientes dos bancos optam por investir em outros títulos fornecidos pelo mercado financeiro, como em fundos mútuos. Além de perderem a rentabilidade dos ativos por não conseguirem repassar o aumento da taxa de juros do mercado aos seus clientes, os bancos se veem incapazes de manter os níveis de depósitos.

Além dos obstáculos impostos pelo aumento da taxa de juros, os bancos têm dificuldade em aumentar a alavancagem e rentabilidade dos seus ativos, quando há restrições ao manejo de reservas. De forma muito mais intensa do que na década de 1960, a inovação deste período volta-se para a criação de mecanismos que limitem o depósito de reservas no Fed. Adicionalmente, há um processo de securitização dos créditos bancários. Conforme destaca Penido de Freitas (2009; p. 239): “(..) os bancos privilegiam a aquisição de ativos negociáveis, cujo valor de mercado flutua em resposta às oscilações na taxa de juros”. O desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas, no início dos anos 1980, foi uma resposta a esta política do Fed, e conforme destaca Minsky (2008b) foi neste mercado que a securitização, da forma como existe hoje, se desenvolveu:

*The ability of the thrifts to create mortgages was unimpaired even as their ability to fund holdings was greatly impaired. Securitization as we know it began in the U.S. mortgage market. It enabled thrifts to continue to initiate mortgages even though their funding ability was sorely compromised. Although modern securitization may have begun with the thrifts, it has now expanded well beyond the thrifts and mortgage loans*<sup>96</sup>.

---

<sup>95</sup> “a implicação de um período prolongado de altas taxas de juros é que os bancos buscarão por rentabilidade, aceitando grandes riscos, numa tentativa de aumentar os ganhos”.

<sup>96</sup> “A habilidade das instituições depositárias em criar hipotecas foi inalterada mesmo tendo suas habilidades em financiar títulos prejudicada. A securitização como nós conhecemos começou no mercado de hipotecas norte-americano. Ela possibilitou que instituições depositárias continuassem a iniciar hipotecas mesmo que suas habilidades de financiamento estivessem profundamente comprometidas. Apesar de a moderna securitização poder ter sido iniciada pelas instituições depositárias, agora expandiu-se muito além das instituições depositárias e dos empréstimos hipotecários”.

Buscando retomar a rentabilidade, os bancos norte-americanos também direcionaram parte de suas operações do passivo para o mercado de eurodólares, avançando o processo de internacionalização do setor bancário norte-americano, o qual ainda era bastante centrado na economia doméstica<sup>97</sup>. Conforme ressalta Levy Institute (2011), neste mercado a competição era elevada, e, após a falência do banco alemão Herstatt Bank, em 1974, a comunidade internacional percebeu a necessidade de regular a atuação dos bancos de diferentes nacionalidades, de forma comum, originando os Acordos de Basileia.

Com o avanço do papel desempenhado pelas finanças desreguladas, outra saída encontrada pelos bancos norte-americanos para escapar das restrições que lhes foram impostas, conforme destaca Penido de Freitas (2009) foi a proliferação do uso de transações não registradas no balanço (*off-balance-sheet*), superando as exigências requeridas de capital mínimo instauradas pelo Acordo de Basileia de 1988 (Basileia I).

Conforme destaca a tabela 7, há a consolidação, na década de 1980, da crescente participação dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras), no total de ativos financeiros e a queda de participação do setor bancário e das instituições de poupança, neste mercado. No contexto da consolidação do *money-manager capitalism*, durante na década de 1980, os bancos não veem outra saída, senão a de reorientar estratégias de atuação e aumentar a sua exposição no mercado de capitais. A regulamentação bancária existente foi afrouxada.

---

<sup>97</sup> (LEVY INSTITUTE 2011)

### 3.4 – Desregulamentação e avanços dos bancos no mercado de capitais

Neste capítulo, procurou-se analisar as razões que desencadearam o processo de desregulamentação do sistema bancário e o subsequente avanço dos bancos no mercado de capitais, que serão mais bem examinados no capítulo seguinte. Com a intensificação da concorrência em âmbito financeiro e o desmonte do arranjo de Bretton Woods, há um fortalecimento do papel exercido pelos investidores institucionais como alternativa ao financiamento bancário:

*The growth of the alternatives to bank financing did not occur because of purely market forces. The money supply control path to the constraining of inflation implied that the competitive position of banks in financing markets was weakened. The growth of alternatives to banks was an outgrowth of the constraint upon banks. One standard critique of regulation is that the regulator soon becomes an advocated for regulated. In the case of Central Banking and banks the opposite happened in the monetarist period as the attempt to control inflation by controlling bank liabilities provided room for the growth and prosperity of non-bank institutions<sup>98</sup> (Minsky; 1991; p. 22).*

O ápice deste processo de desregulamentação e de validação institucional das inovações financeiras foi em 1999, com a aprovação pelo congresso norte-americano do *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act*, que facilitou o avanço no processo de securitização, conforme será analisado no capítulo seguinte.

Em meio à exaustão da onda de inovações difundida no pós-guerra, à queda geral da taxa de investimento na indústria e à ampliação das movimentações dos capitais *chasing for yields*, a década de 1970 assistiu ao *progressivo fortalecimento das finanças* no coração do poder e nas decisões cruciais em âmbito dos países capitalistas avançados. As turbulências e transformações do período indicavam a gestação de uma modalidade de existência do capitalismo, que em nada mais se assemelhava às características estruturantes e ordenadoras da *Golden Age*. A solução à crise do sistema financeiro internacional de Bretton Woods, ao invés de buscar uma nova rodada de regulamentações financeiras, privilegiou a desregulamentação.

---

<sup>98</sup> “O crescimento de alternativas ao financiamento bancário não ocorreu puramente devido a forças do mercado. O caminho trilhado pelo controle da oferta monetária em direção à contenção da inflação implicou que a posição competitiva dos bancos nos mercados financeiros fosse enfraquecida. O crescimento de alternativa aos bancos foi uma consequência das restrições impostas sobre os bancos. Uma crítica padrão à regulação é que rapidamente o regulador se torna um advogado do regulado. No caso entre Banco Central e bancos o oposto ocorreu no período monetarista, a tentativa de controlar a inflação pelo controle dos passivos bancários forneceu espaço para o crescimento e prosperidade de instituições não bancárias”.



## Capítulo 4 – “Reafirmação dos Mercados” e a dominância dos bancos

### 4.1 - Introdução

Neste capítulo, interpreta-se a crise financeira mundial, decorrente do *default* das hipotecas do *subprime*, nos Estados Unidos, como consequência do processo de expansão das finanças desreguladas, ou ainda, como derivada do *Money Manager Capitalism*. Este regime tem suas raízes, segundo Minsky (1991; p. 26), no sucesso do capitalismo norte-americano do pós-guerra, no qual se privilegiou a distribuição da propriedade de ativos nas mãos de investidores institucionais como os fundos mútuos e os fundos de pensão. A denominação *money manager capitalism* deriva do fato de que estes fundos devem ser gerenciados, e, aquele que o faz, não age apenas em nome do investidor final, mas, principalmente, segundo os próprios interesses.

No cenário da difusão do mercado de capitais para o sistema global, a atividade bancária altera-se profundamente. Os bancos, para se adequarem ao novo cenário da concorrência financeira, desenvolvem suas capacidades de intermediários financeiros (ou de corretores<sup>99</sup>), a qual sofre menor supervisão e restrição regulatória, aumentando a rentabilidade por meio de comissões e taxas, referentes aos serviços prestados. O crédito é alavancado graças à inter-relação de instituições financeiras bancárias e não-bancárias, em que as primeiras usam as segundas para remover o ativo de seus balanços, contornando as restrições acerca do capital próprio impostas pelos Acordos de Basileia (1988 e 2004). As segundas, no entanto, comportam-se como bancos, criando quase-moedas, conformando, conforme será explicado, o *shadow banking system* – sistema bancário sombra, que será explicado adiante.

Estas distorções no principal *métier* das diferentes instituições financeiras são entendidas, neste trabalho, como consequência do aprofundamento da característica de regulamentação fragmentada ou de “regulamentação funcional” do sistema financeiro norte-americano, no período. Isso permitiu a convivência entre instituições com diferentes graus de supervisão. Também, para a mesma instituição eram possíveis distintos tipos de supervisão de

---

<sup>99</sup> Denominação utilizada por Guttman & Plihon (2009).

acordo com o papel desempenhado no mercado financeiro, uma vez que a lógica da supervisão feita no período fundamentava-se na “funcionalidade” dos produtos financeiros. Os bancos comerciais – que pelo *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act* também puderam atuar como bancos de investimento – ao agir como instituição depositária recebia maior controle de suas atividades do que quando atuava como intermediário financeiro no mercado de capitais. Estas brechas no marco regulatório abriram possibilidades para o desenvolvimento das mais variadas técnicas de inovação financeira, radicalizando progressivamente a instabilidade sistêmica, como será analisado no decorrer deste capítulo.

#### **4.2 – O novo contexto institucional: *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* e o *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act***

Antes de direcionar a análise à reforma financeira promovida pelo *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act* de 1999, será retomado o contexto institucional do qual emergiu este ato. Em 1980, o congresso norte-americano aprovou o *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, na tentativa de sanar o problema de desintermediação sofrido pelos bancos, derivados da *Regulation Q*, extinguindo-se gradualmente os tetos das taxas de juros, a fim de que as instituições depositárias fossem fortalecidas para enfrentar a concorrência.

Guttmann (1994; p. 198) destaca que este ato foi a mais importante alteração do arcabouço institucional do sistema financeiro norte-americano desde a Reforma Financeira de 1930. Segundo o autor (1994; p. 188), esta nova legislação teve dois principais objetivos, o primeiro foi ampliar as condições de concorrência dos bancos; e o segundo procurou fortalecer a influência do Fed sobre a criação da moeda bancária.

Em verdade, as inovações financeiras da década de 1970 que originaram as “quase-moedas<sup>100</sup>”, – como *NOW accounts*, *ATS accounts*<sup>101</sup>, etc. – foram validadas e foi permitido às

---

<sup>100</sup> Conforme destaca Cintra (1997; p 21-22), alguns fundos, como os MMMFs, permitiam o saque dos passivos, pois formalmente não eram depósitos, rendiam juros, eram lastreados em títulos públicos e privados, serviam como “um substituto próximo das moedas e dos depósitos, que se proliferaram também no interior das instituições de depósitos”.

<sup>101</sup> *NOW Accounts* ou “*negotiable orders of withdrawl*” – ordens de saque negociáveis – e *ATS Accounts* ou “*Automatic transfer of Savings*” – transferência automática de poupança. Referem-se às alternativas de contas de transação implementadas pelos bancos, nos anos 1970, que pagavam juros (GUTTMANN; 1994; p. 160).

instituições depositárias operar com essas contas. Estas, que praticamente representavam depósitos à vista, não só rendiam juros, mas também possibilitavam a expansão da moeda-crédito. Por meio desta reforma, superaram-se os limites da *Regulation Q* e estendeu-se o poder de criação de dinheiro às instituições de poupança (Guttman; 1994; p. 198). Estas medidas minimizaram as diferenças institucionais existentes entre as instituições de poupança e os bancos comerciais, conforme destaca Guttman (1994; p. 199):

*That extension meant that both our dual banking system and regulatory differences between different types of financial institutions lost much of their significance. All depository institutions could now issue new money, and in return they had to accept the same degree of Federal Reserve control over their money-creation process<sup>102</sup>.*

Nesse cenário, houve também uma extensão das restrições efetuadas sobre bancos comerciais e outras instituições depositárias. As medidas que fortaleceram o poder do Fed quanto à execução da política monetária foram, segundo Cintra (1997; p. 224): a) implementação de padrões de reserva para as instituições de depósito, inclusive para as contas recém-validadas, referentes às “quase-moedas”; b) todas as instituições sujeitas ao depósito do compulsório ganharam acesso de mecanismo de redesconto no Fed; c) houve ampliação do seguro de depósito<sup>103</sup>. Cintra (1997; p. 223) ressalta que houve “introdução gradual de exigências de reserva para todas as instituições depositárias federais” e “permissão que todas as instituições depositárias tivessem acesso aos empréstimos de liquidez junto ao Fed”<sup>104</sup>.

No entanto, apesar de o processo de desregulamentação ter sido iniciado durante a gestão de Paul Volcker (1979 – 1987) no Fed, tal processo se acentua sob o comando de Alan Greenspan (1987 – 2006). Esta situação favoreceu a expansão do negócio bancário nas atividades específicas do mercado de capitais.

---

<sup>102</sup> “A extensão da regulamentação bancária para outras instituições financeiras significou que ambos nosso sistema bancário dual e diferenças regulatórias entre os diferentes tipos de instituições financeiras perderam muito do seu significado. Todas as instituições depositárias poderiam agora emitir novo dinheiro, e como contrapartida todas tinham de aceitar o mesmo grau de controle do Federal Reserve sobre seus processos de criação de dinheiro.”

<sup>103</sup> Detalhes destas medidas pode ser encontrada em Guttman (1997; p. 198-199) e Cintra (1997; 224-226).

<sup>104</sup> Também permitiu que as instituições de poupanças engajassem em outras atividades, além do mercado de hipotecas, flexibilizando suas atividades. Cintra (1997; p. 223-4) destaca as seguintes atividades, dentre outras: “operações de cartão de crédito, exercerem poder de fideicomisso, realizarem empréstimos ao consumidor, empréstimos comerciais (...), contas remuneradas e fundos do mercado monetário, bem como expandirem seus empréstimos para a aquisição, desenvolvimento e construção de imóveis”.

Calomiris (2006; p. 170) ressalta que, sob a gestão de Greenspan, a lógica de “desregulamentação benéfica” (*beneficial deregulation*) seguida pelo Fed<sup>105</sup> poderia avançar desde que: a) não criasse grandes oposições no congresso; b) não prejudicasse o negócio dos grandes bancos comerciais; e c) diminuísse a competitividade do Fed vis-à-vis outros reguladores. Ou seja, desde que o interesse de certos grupos estivessem assegurados. Como resultado, durante esta gestão, os bancos expandiram seus negócios por meio da exploração de várias brechas contidas na regulamentação existente para ampliar o conjunto de operações em busca de rentabilidade<sup>106</sup>.

Neste contexto, pode-se afirmar que o *Gramm-Leach-Bliley Act* ratifica o movimento dos bancos em direção ao mercado de capitais. As principais diretrizes estabelecidas por este ato visaram ao relaxamento das restrições impostas pelo *Banking Act* de 1933 e pelo *Banking Holding Company Act* de 1956<sup>107</sup>. O objetivo era a diminuição dos constrangimentos que impediam os bancos comerciais de se associarem com companhias de seguro, bancos de investimento, por exemplo. Neste novo quadro regulatório, conforme assinalam Barth et alli (2000; p. 193), consentiu-se que as subsidiárias bancárias conduzissem a maioria dos serviços financeiros<sup>108</sup>. Permitiu-se, também, que a *Banking Holding Company* se transformasse em

---

<sup>105</sup> O autor concebe o Fed como: um “*political player*” em Washington, sujeito a supervisão do Congresso; um competidor na promoção da regulamentação financeira; e um agente que precisa decidir se prioriza em sua gestão a batalha na concepção de política monetária ou de regulador do sistema (CALORMIRIS; 2006; p. 170)

<sup>106</sup> Para fins de exemplo, conforme destacam Barth et alli (2000; p. 196) o Glass Steagall não definiu os termos “*engaged principally*” (engajado principalmente) ou “*primarily engaged*” (engajado primariamente) e permitiu que o Fed determinasse quando uma atividade estava “*closely related to banking*” (“relacionada intimamente a atividade bancária”). Em 1987, dada a esta liberdade de interpretação, o Fed “*allowed bank holding companies to establish securities subsidiaries to engage in limited underwriting and dealing in municipal revenue bonds, mortgage related securities, consumer-receivable related securities, and commercial paper*” (“permitiu que as holdings financeiras bancárias estabelecessem filiais que se engajassem em subscrições limitadas e negociassem títulos de receitas municipais, títulos de hipotecas relacionados, receitas de consumo relacionadas, e papéis comerciais”). Dentre outros exemplos citados pelos autores.

<sup>107</sup> A legislação original, que foi modificada no decorrer dos anos, especificava que o *Federal Reserve Board of Governors* deveria aprovar o estabelecimento de uma Holding Bancária e proibia que aquela estabelecida em um determinado estado adquirisse bancos em outros estados. O objetivo desta legislação era regulamentar e controlar os bancos que formaram Holdings, as quais tinham adquirido outros negócios financeiros além dos bancários. A lei proibia que uma Holding Bancária engajassem em muitas atividades financeiras não bancárias ou adquirisse direito de votos em companhias que não eram bancárias. A este respeito, ver: (KLEBANER; 1958; p. 313-326); (STANFORD LAW REVIEW; 1957; 333-350).

<sup>108</sup> “*Major exceptions are that financial subsidiaries cannot engage in insurance or annuity underwriting, insurance company portfolio investments, real state investment and development, or certain aspects of merchant banking (after a five-year moratorium, financial subsidiaries may be allowed to engage in all aspects of merchant banking)*” (As filiais financeiras, como exceção, não poderiam se engajar em atividades de seguros ou subscrição de anuidades, investimentos em portfólio de companhias, investimento e desenvolvimento no mercado imobiliário, ou certos aspectos do banco comercial (após uma moratória de cinco anos, as filiais financeiras poderiam se engajar em todas as atividades dos bancos comerciais)) (Barth et alli; 2000; p. 193).

*Banking Financial Holding Company*, podendo agregar subsidiárias cujas atividades financeiras fossem não-bancárias.

A lei permitiu, ainda, que holdings e instituições depositárias negociassem nos mercados de títulos, seguros e bancários. No entanto, a legislação procurou limitar a associação de atividades financeiras com aquelas consideradas não-financeiras (Barth et alli; 2000; p. 193).

A lei, ao defender a formação de Holdings Financeiras Bancárias, favoreceu a retomada do poder financeiro pelos grandes bancos, conforme destaca Levy Institute (2011; p. 9): “*financial holdings companies would be much larger than either commercial deposit-taking banks or noninsured investment banks had been in the past, since expansion would not be limited to the provision of any particular service as had been the case under Glass-Steagall*”<sup>109</sup>. Esta lei veio ao encontro dos interesses de grandes grupos financeiros que procuravam retomar o espaço de atuação perdido na cena financeira desde a reforma bancária feita na década de 1930. O novo contexto institucional incentivou a concentração financeira e a disseminação do risco moral.

Quanto à estrutura regulatória, conforme destaca Barth et alli (2000; p. 194) este ato aderiu ao princípio da “regulamentação funcional”, ou seja, atividades similares devem ser regulamentadas pela mesma autoridade regulatória: “*Under functional regulation, federal and state banking regulators regulate bank activities, federal and state securities regulators regulate securities activities, and state insurance regulators regulate insurance activities*”<sup>110</sup>.

Esta estrutura regulatória fragmentada, consolidada por este ato, permite que uma mesma instituição, no caso uma Holding Financeira Bancária, sofra diferentes graus de supervisão, por diferentes agentes reguladores, conforme a atividade que atua. Havendo um maior espaço para as inovações financeiras com vistas a burlar as regras existentes.

---

<sup>109</sup> Companhias de holdings financeiras poderiam se tornar muito maiores do que bancos comerciais receptores de depósitos ou bancos de investimento que não eram segurados foram no passado, uma vez que a expansão não seria limitada pela provisão de um serviço particular, como foi o caso sob o *Glass-Steagall*.

<sup>110</sup> “Sob a regulação funcional, reguladores bancários estaduais e federais regulam atividades bancárias, reguladores de títulos estaduais e federais regulam as atividades que envolvem títulos, e reguladores de seguros federais e estaduais regulam atividades que envolvem seguros”.

### 4.3 – Desregulamentação e o negócio bancário

O período subsequente à reforma financeira de 1980 é caracterizado pela crescente instabilidade no mercado financeiro norte-americano. As instituições de poupança foram duramente afetadas pelo fim dos tetos das taxas de juros, pois sentiram primeiramente um aumento dos custos de depósitos, já que os seus ativos concentravam-se em hipotecas imobiliárias de longo prazo (Cintra; 1997; p. 225). Diante dos desequilíbrios patrimoniais, estas instituições procuraram diversificar seus portfólios. No entanto, acabaram por fragilizar ainda mais a sua situação patrimonial e elevaram o risco de crédito.

Neste mesmo período, os bancos comerciais expandiram as operações fora de balanço, como, por exemplo, as operações de risco de preços – *swaps*, futuro e opções. O avanço no mercado de capitais, conforme destaca Cintra (1997; p.227), deu-se por meio de criação de “áreas de *underwriting* [subscrição] e negociação de ativos (títulos e ações) em subsidiárias legalmente distintas, conseguindo contornar parcialmente as restrições legais que separam os bancos comerciais dos bancos de investimento”.

Devido ao avanço em práticas de maior risco, não supervisionadas, aumenta-se a fragilidade financeira dessas instituições. O aumento do número de falências bancárias nesta década evidencia o novo cenário. As novas tensões entre bancos e Autoridade Monetária estimulam, no contexto de autorregulação dos mercados, a proteção governamental sobre estas instituições, em que o governo federal atua como prestador de última instância (Cintra; 1997; p. 228).

A seguir, será analisado como este contexto corroborou para o crescimento da securitização e do crédito que levaram a crise do *subprime* em 2007 e 2008.

### 4.3.1 – Securitização e risco sistêmico

Conforme visto no capítulo anterior, na década de 1980, a política de viés monetarista contribuiu para a consolidação do *money manager capitalism*. Dentre as várias inovações financeiras, deste período, uma de extrema importância foi o processo de securitização. Segundo Minsky (2008b; p. 2-3), uma característica fundamental do processo de securitização, é o fato de afetar o padrão de desenvolvimento da economia mundial. Segundo o autor: “*there is a symbiotic relation between the globalization of the world’s financial structure and the securitization of financial instruments*”<sup>111</sup>. Assim, liderados pelo padrão de financiamento norte-americano e britânico, o *market-based system*, as economias capitalistas dos países centrais e periféricos passam a se integrar no mercado de capitais.

Como visto no segundo capítulo, o lucro dos bancos fundamentava-se, no pós-guerra, particularmente, na diferença entre o retorno dos ativos e o custo do passivo. Para aumentar o lucro, sob a ótica do passivo, estas instituições buscavam por fundos que diminuíssem o custo de captação e economizassem reservas. Após os Acordos de Basileia, com a instauração das exigências de capital ajustado ao risco, os bancos comerciais passaram a ter novos desafios de gestão e criaram inovações para também contornar esta nova limitação. A grande novidade da securitização para os bancos comerciais está no fato de que o ativo em questão pode ser excluído de seus balanços quando é vendido. Como resultado, os bancos acreditavam estar diminuindo o risco de crédito, aumentando a liquidez dos seus ativos e diminuindo a necessidade de capital.

A seguir, destacam-se oito principais participantes que se beneficiam do processo de securitização. Procura-se ressaltar as redes de interesses construídas pelo aprofundamento da intermediação financeira neste processo. Os participantes envolvidos querem aumentar o potencial de criação dos produtos estruturados (pacote de títulos, como será visto) ou securitizados com o objetivo de elevar a própria rentabilidade. Com o desenvolvimento do processo, novas técnicas são adicionadas para melhorar a aceitabilidade dos produtos originados e também desenvolver os mercados em que são negociados. Como subsídio desta análise,

---

<sup>111</sup> “Há uma relação simbiótica entre a globalização da estrutura financeira mundial e a securitização dos instrumentos financeiros”.

recorrem-se às notas para discussão escritas por Minsky, em 1987, e publicadas em 2008, pelo Levy Institute.

A peculiaridade do processo de securitização é a “distância” que separa o tomador de crédito inicial e o emprestador final que aprofunda o grau de intermediação. Entre estes dois agentes impõe-se uma cadeia de intermediários financeiros, na qual o crédito inicial é substancialmente transformado. O objetivo deste processo, ancorado pela lei dos grandes números (Aglietta; 2008; p. 29), é diluir o risco de crédito. Acredita-se, ademais, que a conformação de *pools* de créditos, não inter-relacionados e espacialmente difundidos, proporcionaria um rendimento global menos volátil do que se cada um estivesse sozinho. Minsky, em vários trabalhos, destacou essa tendência do mercado em presumir ser capaz de antecipar o futuro por meio de modelos matemáticos, o que só causaria maior instabilidade sistêmica. Tais modelos, segundo o autor, são feitos, na maioria das vezes, em momentos mais estáveis, quando a média das posições financeira é *hedge*, havendo incentivos para que se aumente o endividamento; porém, conforme as estruturas vão se tornando mais fracas pelo acúmulo de débitos, as posições de financiamento progressivamente se deterioram:

*The way markets price capital and financial assets often reflects an heroic assumption that the unknowable can be know: that propositions about fundamentally uncertain situations can be derived by assuming that what happens can be viewed as if it is a sample from a well defined probability distribution. Strategies for controlling assets often treat uncertain situations as if they were amenable to probability analysis. But once the randomness associated with uncertainty becomes manifest, the values sustained by this financing strategy become inappropriate. The necessity to adjust portfolios in a world which does not conform to expectations is likely to lead to the collapse of asset values (Minsky; 1991; p.17)<sup>112</sup>.*

A securitização, hipoteticamente, inicia-se quando o tomador de empréstimo, o primeiro agente envolvido, vai até um intermediário financeiro (o segundo agente), solicitar crédito. O intermediário, o segundo agente, transforma a promessa de pagamento do devedor em um papel negociável que é vendido ao terceiro agente, o banco de investimento. Este compra o

---

<sup>112</sup> “A maneira como os mercados precificam o capital e os ativos financeiros geralmente reflete uma suposição heroica de que o desconhecido pode ser conhecido: que proposições sobre situação de incerteza fundamental podem ser derivadas, assumindo-se que o que aconteceu pode ser visto como se fosse uma amostra bem definida de distribuição de probabilidade. Estratégias para controlar ativos geralmente tratam situações de incerteza como se fossem situações amenas para análises probabilísticas. Mas uma vez que a aleatoriedade associada com a incerteza manifesta-se, o valor sustentado por esta estratégia de financiamento torna-se inapropriado. A necessidade de ajustar portfólios em um mundo que não conforma expectativas é como levar os valores dos ativos financeiros ao colapso”.

papel originado e o insere em um *pool* de ativos, o qual gerará um produto estruturado, cujas garantias são dadas pelos empréstimos iniciais, a *security* correspondente. O banco de investimento age na busca de melhorar a qualidade do pacote de diferentes títulos (instrumento estruturado, ou *securities*). Para este fim, criam modelos de análise de risco e contratam econométristas para avaliar o risco de *default* destes pacotes. Aqui entram também as agências de *ratings* (o quarto agente do processo) que fazem a classificação de risco para os diferentes pacotes de títulos.

O quinto agente refere-se aos administradores dos investimentos destas *securities*, que agiriam para garantir o interesse dos compradores finais, os investidores, que são os financiadores do processo – as famílias, empresas, bancos, investidores estrangeiros e investidores institucionais – comprando este pacote de títulos; eles formam o sexto agente do processo. Os administradores recebem a renda gerada pelo investimento e repassam aos compradores finais, cobrando uma taxa, os bancos comerciais passaram a prestar também este tipo de serviço. Normalmente eles transacionam com a organização de serviço (sétimo agente), ela quem recebe o pagamento do produto estruturado e o retransmite para o administrador. Por fim, o oitavo agente é aquele que cria o mercado secundário para a transação destes novos produtos estruturados (*securities*), normalmente, isto é feito pelo próprio banco de investimento que comprou o papel inicial.

Quando os bancos comerciais atuam como segundo agente, originando o papel e vendendo-o ao banco de investimento, eles excluem a transação dos seus balanços contornando as restrições que lhes foram impostas, tanto no que concerne aos depósitos de reserva, quanto aos requerimentos de capital. Esta foi a forma encontrada pelos bancos e outras instituições depositárias para recuperar a taxa de rentabilidade perdida com a política monetarista (Wray; 2007; p. 8). Isto também fomenta o relaxamento na avaliação de crédito efetuada por aqueles que concedem o crédito inicial e tornam o papel negociável, já que ele será rapidamente vendido. Mas o ponto mais importante desse processo é que, na prática, o laço que unia o crédito bancário ao financiamento do investimento para realizar lucros, por meio da produção e circulação de mercadorias – ou seja, o laço do padrão de acumulação fordista – está rompido pela relação entre financiamento e financeirização. Isso não é apenas um problema de quantidade de intermediários,

mas da forma concreta em que o crédito se modifica neste novo padrão. A rentabilidade das instituições financeiras e não-financeiras é o ponto central da dinâmica da acumulação nos mercados de capitais securitizados.

Conforme destacado, os bancos comerciais inovaram para atuar também como bancos de investimento, já na década de 1980. Após a aprovação pelo Congresso norte-americano do *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act*, ampliou-se legalmente as práticas e os espaços em que os bancos operavam. As grandes holdings financeiras que se formaram nos Estados Unidos, após este ato, passaram a utilizar a técnica de “*cross-hedging of position*”, ou seja, assumiam riscos uma das outras, disseminando-os pelo sistema financeiro. No entanto, pelo papel que desempenhavam, eram consideradas até mesmo pelos reguladores “*too big to fail*”, os quais não acreditavam que elas poderiam falir, o que incentivou assunção de maiores riscos por estas instituições e, conseqüentemente, o aumento do risco moral (Levy Institute; 2011).

A opção dos *policy makers* em fortalecer o sistema bancário, fornecendo-lhes meios de concorrer com os outros intermediários financeiros, nas esferas nacional e internacional, não apenas validou as inovações bancárias como também acabou por fragilizar a totalidade do sistema. No momento em que os bancos comerciais transformaram o crédito em um papel negociável, retirando-os de seus balanços, o risco tornou-se sistêmico. Nesse contexto, a própria característica da securitização em distanciar o emprestador do tomador de empréstimos facilitou o descolamento da valorização financeira em relação à esfera real.

Vários são os fatores que condicionaram a crise de hipotecas do *subprime*; dentre eles: a aparente estabilidade do sistema econômico derivado do grande período sem depressões no mundo desenvolvido – períodos de estabilidade criam endogenamente forças instáveis que levam o sistema a crises, com a ausência de períodos mais turbulentos, não se transparecem as estruturas Ponzi, que vêm se conformando com o aumento do endividamento, na economia (Minsky; 2008b) –; a capacidade de os Bancos Centrais responderem prontamente aos momentos de escassez de liquidez, como ocorreu em várias crises bancárias na década de 1980, nos Estados Unidos, impedindo o desencadeamento de crises profundas, aumentando o apetite dos investidores por práticas mais arriscadas e, por sua vez, incentivando o risco moral; a crescente

competição na esfera financeira que desencadeia inovações; e, por fim, o relaxamento contínuo da supervisão sobre os mercados feita pelo Fed e por outras instituições regulatórias, adotando a política dos mercados eficientes e da regulação funcional.

A ausência de crises profundas desde a década de 1970, no mundo desenvolvido, assegurou aos agentes técnicas capazes de protegê-los de *default* nos momentos de crise. As crises profundas pareciam estar circunscritas à periferia do capitalismo que ainda não tinha sido capaz de desenvolver seus mercados para torná-los eficientes como àqueles das economias capitalistas centrais. Esta aparente estabilidade, somada ao aprofundamento da crença na eficiência dos mercados, difundida pelas economias anglo-saxônicas – Estados Unidos e Inglaterra – promoveram a liberalização das economias em escala mundial e integração dos países nas chamadas finanças diretas globalizadas.

Como resultado da crença na eficiência dos mercados, nos Estados Unidos, a atuação dos *policy makers* foi no sentido de fortalecer a concorrência para que houvesse uma melhor alocação dos recursos e diminuir os limites impostos pelo *New Deal*. A lógica da desregulamentação visava deixar as instituições financeiras livres para competirem equanimemente nos mercados nacionais e internacionais. Acreditava-se que, com a integração supranacional da rede financeira, seria possível diluir riscos e prevê-los e avaliá-los corretamente com as inovações tecnológicas de informação. Os mercados encontrar-se-iam no ápice de sua eficiência, minimizando todos os efeitos desastrosos derivados da assimetria de informação.

No entanto, com o desenvolvimento deste processo, criam-se condições que podem levar a uma crise de solvência e não apenas de restrição de liquidez. Isso ocorre ao mesmo tempo em que as políticas monetárias dos Bancos Centrais perdem grande parte do poder que detinham em influir nos ciclos dos negócios, devido às inovações financeiras. Trata-se de uma relação interativa, e tautológica, entre causa e consequência: o encolhimento do papel do Fed permite o desenvolvimento de práticas que não se sustentam, e estas existem como consequência da nova postura do Fed. A crise apresenta-se de forma mais severa porque, durante o período de euforia, permitiu-se, em escala global, o alastramento de estruturas financeiras Ponzi, segundo acepção minskyana. Somente a injeção de liquidez na economia pode ser suficiente para garantir a volta

do sistema à estabilidade. Ainda é difícil avaliar o peso das hipotecas emitidas que não têm meios de ser quitadas. Isso já provocou inúmeras falências de instituições que detinham estes ativos e a compressão da demanda e da renda que contraem o funcionamento da economia real. Neste cenário, em que se explicita o descompasso entre a evolução das dívidas e da produção, o restabelecimento dos fluxos de crédito depende, em grande parte, da ação da Autoridade Monetária.

O caminho em direção às estruturas Ponzi foi construído ao longo de mais de uma década e, conforme visto, criou uma cadeia de inúmeros agentes interessados na valorização e na proliferação dos produtos estruturados, especialmente aqueles lastreados pelas hipotecas imobiliárias, os *mortgage-backed securities* – MBS. De fato, no início da década de 2000, iniciou-se uma política de juros baixos nos Estados Unidos, em que o excesso de *managed money* procurando por retorno (Wray; 2007; p. 7) fomentou a especulação e o desenvolvimento deste mercado.

A rede de interesses subjacente ao processo de securitização foi conectada e soldada pelo desejo pecuniário dos agentes financeiros que procuravam criar valor para os acionistas (Guttman & Plihon; 2008). O capital financeiro tem sua expressão máxima e exerce o papel central na conformação deste ciclo.

Conforme ressaltado, os bancos comerciais e outras instituições financeiras, que originam o papel, são levados ao processo para conseguirem aumentar sua rentabilidade por meio de taxas e serviços, deixando de ter uma relação direta com seus clientes, e, em grande medida, agem como corretores (Guttman & Plihon; 2008; Farhi & Cintra; 2009). A concorrência financeira enfrentada por estas instituições exerce força essencial neste processo. O mesmo ocorre com os *brokers*, os quais, segundo Wray (2007; p. 9), forçam os tomadores de empréstimos a aceitar títulos mais arriscados, como os *subprimes*<sup>113</sup>, que cobravam uma taxa de juros maior, gerando maior atração para os compradores dos produtos estruturados mesmo

---

<sup>113</sup> As hipotecas do subprime referem-se aos empréstimos feito às pessoas cuja capacidade de pagamento era considerada duvidosa. O uso contínuo destes títulos em vários instrumentos estruturados, como o MBS, foi possibilitado pelas incorporações de *tranches*, as quais detinham hierarquia de pagamento em caso de *default*, dos títulos menos arriscados (sênior) aos mais arriscados (subprimes), dentro dos produtos estruturados, conforme será visto neste capítulo.

quando podiam adquirir papéis de menor risco: “*Brokers were richly rewarded for inducing borrowers to accept unfavorable terms, which increased the value of the securities*”<sup>114</sup>.

Como quem origina o papel ganha segundo as taxas ou tarifas de intermediação que cobra e não pela taxa de retorno do ativo, há um desincentivo para que se avalie o potencial de pagamento dos tomadores de empréstimos. Durante a evolução do ciclo de endividamento, ocorre um movimento em direção aos piores pagadores, gerando um problema de insolvência sistêmica, inicialmente os empréstimos são concedidos aos “*low doc*”, aqueles com documentação incompleta, depois aos “*no docs*”, aqueles que não apresentam documentos, em seguida aos “*liar loans*”, emprestadores que mentem sobre sua posição patrimonial para adquirirem empréstimos, mas que, no entanto, são incentivados a isso por aqueles que originam o papel (Wray; 2007; p. 11), até que se chega aos “*Ninja loans*”, *no income, no job, no assets*, ou seja, sem renda, emprego ou ativo. Este movimento estava assegurado pela crença de que haveria uma diluição do risco e que era possível transformar e retransformar, quebrando e recortando, os títulos em novos pacotes estruturados, a fim de ajustá-los para que tivessem a rentabilidade desejada pelo investidor e menores riscos.

Para que ativos mais arriscados parecessem ser tão bons quanto aqueles de menor risco, as agências de *ratings*, seguradoras e econometristas desempenharam um papel essencial. Há uma busca por técnicas que aparentemente melhorem o crédito para que se desenvolva um mercado para os títulos mais arriscados, como o *subprime*. Procura-se construir de forma artificial a credibilidade destes mercados para que seja possível extrair dos negócios a maior rentabilidade possível. Por isso, algumas hipotecas passam a ser garantidas por seguros, já na sua emissão (Wray; 2007; p. 10). E a capacidade de pagamento das seguradoras é avaliada, também, pelas agências de *rating*. Para sustentar esta cadeia, as hipotecas precisam ser bem avaliadas, caso contrário cai seu preço e aumenta o custo do seguro impedindo o desenvolvimento do mercado. Há uma confluência de interesses para subestimar o risco, o que possibilita a criação de um mercado bem desenvolvido para que estes ativos sejam negociados e todos tenham lucro. Os

---

<sup>114</sup> “Brokers era muito bem recompensados por induzir os tomadores de empréstimos a aceitar termos desfavoráveis, o que aumentava o valor dos títulos”.

próprios bancos, que originavam o papel, passam a garantir a recompra de determinado ativos caso houvesse perdas de capital.

O objetivo era garantir que as taxas de juros oferecidas pelas hipotecas mais do que justificassem a assunção dos riscos (Wray; 2007; p. 8). O *subprime* era mais rentável para todos os integrantes de rede, inclusive para os investidores finais destes ativos, como os fundos de pensão, e outros. Geravam mais taxas, tarifas e juros em comparação àqueles mais seguros. Para os tomadores de crédito, que iniciavam o processo, quando não conseguissem suprir seus compromissos financeiros, era-lhes garantido o refinanciamento das dívidas iniciais, na maioria das vezes, colocando como garantia, os ativos que possuíam, inclusive suas próprias casas que já estavam quitadas. Há uma “liquidificação” dos ativos reais.

Como havia uma valorização dos ativos também na esfera real, parecia “racional” utilizar-se deste benefício, não apenas quando não se conseguia pagar as dívidas que se refinanciavam os imóveis, mas também para acompanhar o crescimento do valor deste ativo no mercado imobiliário. O ativo utilizado como garantia do crédito também estava aumentando o seu valor. Estes empréstimos poderiam ser utilizados para financiar consumo, garantindo o crescimento da economia, e não mais o investimento. Era um jogo em que aparentemente todos se beneficiavam.

Outro ponto que pode ter influenciado o processo de expansão da securitização, destacado por alguns autores, refere-se aos acordos de Basileia. Moore (2004) e Tymoigne (2009a) argumentam que os bancos avançaram no processo de securitização, retirando grande parte das operações de seus balanços porque desejavam evitar as exigências de capital estabelecidas por aqueles acordos sobre os ativos de crédito e também expandir a alavancagem, além de aumentar o retorno do valor para o acionista.

Estes acordos foram desenvolvidos pelo comitê que leva o mesmo nome<sup>115</sup>, o qual começou suas atividades em meados na década de 1970, seguindo dois princípios: evitar que

---

<sup>115</sup> Participam do Comitê de Basileia: Argentina, Austrália, Bélgica, Brasil, Canadá, China, France, Alemanha, Hong Kong SAR, Índia, Indonésia, Itália, Japão, Coréia, Luxemburgo, México, Holanda, Rússia, Arábia Saudita, Cingapura, África do Sul, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos. Informação colhida no site do BIS: <http://www.bis.org/bcbs/about.htm>

bancos estabelecidos fora de seu país de origem escapassem de supervisão; e que tal supervisão fosse adequada<sup>116</sup>. Das reuniões deste comitê foram produzidos os Acordos de Basileia I, II e, recentemente, o III os quais são conhecidos pelo(s): padrão internacional de adequação de capital; Princípios para uma Efetiva Supervisão Bancária; e, acordos sobre a supervisão bancária entre países<sup>117</sup>.

Não obstante a participação dos Estados Unidos como membro do Comitê de Basileia, internamente a adoção às regras dos acordos ficou restrita aos bancos internacionalmente ativos.

O processo de securitização teria sido estimulado na transição das regras estabelecidas entre Basileia I e Basileia II, a qual, possivelmente, abriu espaço de arbitragem para os bancos. Blundell-Wignall et alli (2008), em artigo publicado pela OCDE, após a crise, argumentam que, com a publicação do Basileia II em 2004, diminuir-se-ia o peso do capital requerido para as hipotecas, de 50% sob o Basileia I para 35%, no modelo padronizado de Basileia II, e para 15% ou 20%, dependendo de como os bancos desenvolvessem o modelo interno, o *internal ratings-based* (IRB)<sup>118</sup>. Os bancos teriam sido incentivados a concentrar seus ativos em hipotecas, uma vez que uma menor exigência de capital aumenta a rentabilidade de um dado ativo. Por outro lado, caso houvesse concentração neste ativo, poderia aumentar a rentabilidade bancária em geral. Esta concentração, segundo os autores, justificou-se pela aceitação da hipótese, estabelecida pelos acordos de Basileia, do “*portfolio invariance*”, ou seja, de que o risco de um ativo independe do quantum que este ativo é adicionado ao portfólio (Blundell-Wignall et alli; 2008; p. 6).

Nesta perspectiva, a transição do Basileia I para o Basileia II pode ter ampliado as oportunidades de arbitragem para os bancos. Os bancos investiriam em hipotecas deixando uma parte delas dentro (com 50% de requerimentos de capital) e outra fora (com 0% de capital) dos balanços, até o ponto em que conseguissem minimizar os efeitos dos impactos sobre a rentabilidade decorrente da transição.

---

<sup>116</sup> Informações encontradas na página do BIS: <http://www.bis.org/bcbs/history.htm>

<sup>117</sup> <http://www.bis.org/bcbs/about.htm>

<sup>118</sup> Abordagem fundamentada no uso de modelo interno pelos bancos para mensurar o risco de crédito.

Blundell-Wignall et alli (2008) citam como exemplo o Citibank. Rapidamente este banco implementou em sua análise de risco o IRB. No fim de 2007, este banco detinha US\$ 313,5 bilhões de hipotecas no balanço e US \$ 600,9 bilhões fora do balanço, portanto, a instituição alocava capital para pouco mais de 30% desse capital, o que corresponderia, em valores absolutos, aproximadamente, ao requerimento de capital total sob as regras de Basileia II<sup>119</sup>. Essa prática tornava o acordo de Basileia inócuo no seu objetivo principal de regulamentar o capital internacional no contexto da globalização financeira.

#### 4.3.2 – O crédito como motor da expansão e os limites do Fed

O ciclo de expansão de crédito, que deflagrou a crise de 2008, teve sua longevidade sustentada por fatores de ordem micro e macroeconômica. Os fatores microeconômicos atrelam-se à sustentação da expansão do crédito pelo uso das inovações financeiras.

Aglietta (2008; p. 22) destaca três inovações microeconômicas de maior importância. A primeira refere-se à mudança de regras contábeis do setor financeiro, que proporcionaram a valorização dos ativos e ganhos de capital aos seus detentores. De acordo com a definição de Aglietta (2008; p. 18), a regra *market to market* avalia o ativo financeiro segundo o valor que é cotado no mercado. Conforme avança o ciclo de crédito, que produz o aumento do endividamento, cresce também o valor dos ativos, devido à inflação de seus preços no mercado financeiro, inclusive daqueles pertencentes às instituições que fomentam a alavancagem do crédito. Isso proporciona que o passivo destas instituições cresça a um passo menos acelerado do que a valorização de seus respectivos ativos. A alavancagem mostra-se como um bom negócio, as receitas geradas pelos ativos mais do que superam as despesas referente às captações. Os bancos, atuando como intermediários financeiros, têm interesse em aumentar o seu próprio endividamento para emprestar mais aos investidores que desejam comprar os títulos, por isso,

---

<sup>119</sup> Pelas regras do Basileia I, US\$ 156,72 bilhões (US\$ 313,5\*50% – uma vez que as operações fora de balanço não exigem reserva de capital) deveriam ser alocados como requerimento de capital. Este valor seria muito próximo do valor exigido caso todas estas hipotecas (US\$ 914,4 bilhões) estivessem sob a regulamentação do Basileia II como operações no balanço. Como explicado acima, utilizando o IRB, o percentual poderia ficar entre 15-20%. Supondo 17%, o capital requerido seria de: US\$ 155,45 bilhões (US\$ 914,4 bilhões\*17%). Ou seja, aproximadamente o mesmo valor correspondente ao requerimento de capital pelas regras de Basileia II.

utilizam nestes processos as técnicas já explicadas, para evadir os requerimentos de reserva e de capital, aumentando a alavancagem, e também, a rentabilidade.

A segunda inovação refere-se aos derivativos de crédito, ou ao “*credit default swap*”: em troca do derivativo, o comprador deste produto vende o risco de crédito. Esta foi mais uma maneira das instituições que sofriam supervisão financeira, os bancos universais – aqueles que incorporavam as múltiplas atividades do mercado financeiro – de transferirem o risco alavancando o crédito. Conforme destacam Farhi & Cintra (2009; p. 27), os bancos, na busca por diminuir os seus riscos, “estiveram na origem do surgimento e na forte expansão dos derivativos de crédito”.

A terceira, já tratada neste capítulo, refere-se ao novo modelo de avaliação de risco dos tomadores de empréstimos pelos bancos comerciais. A fim de dinamizar o processo de concessão de empréstimos, não se cria mais um dossiê dos respectivos demandantes de crédito, colocam-se informações do cliente em um sistema que funciona sob o método do VaR (*Value at Risk*), no qual se calcula estatisticamente um intervalo de confiança, dada uma probabilidade do não pagamento do empréstimo. Além deste sistema não ser tão preciso quanto à avaliação do histórico do tomador de empréstimo, as informações colocadas no programa são continuamente deterioradas, uma vez que o incentivo de quem origina os títulos é de aumentar a quantia de empréstimos, enquanto o problema do risco poderia ser resolvido com a venda destes títulos.

Ainda há uma quarta inovação de ordem microeconômica que convém ressaltar, a criação das diversas *tranches* (segmentos) dentro dos produtos estruturados, pois ela dinamizou o sistema foi a criação das diversas *tranches* (segmentos) dentro dos produtos estruturados. Estas ranqueavam os títulos, de acordo com as hipotecas em que se amparavam, e também hierarquizavam o direito dos investidores de receberem o retorno do investimento. Primeiramente, os clientes que investiram nos títulos *seniores*, e na sequência os *mezzanine* e por fim os *equities*. As hipotecas do *subprime* faziam parte deste terceiro segmento, no que mais tarde, constituiu-se no “lixo tóxico”.

Em âmbito macroeconômico, a expansão do crédito atrela-se, em grande medida, à política monetária do Fed para sair da crise financeira de 2001. Devido às incertezas dos

mercados no período e à baixa taxa de inflação<sup>120</sup>, a autoridade monetária norte-americana permitiu que a taxa de juros ficasse por muito tempo a um por cento, conseqüentemente, as taxas de juros reais tornaram-se negativas, apesar da inflação baixa, tornando a tomada de empréstimos em algo vantajoso a curto prazo para as diferentes instituições. A política monetária expansiva do Fed teve como resultado o aquecimento do mercado imobiliário, pois as famílias estavam dispostas a endividar-se, já que os custos eram baixos (Aglietta; 2008; p. 36). Estes impulsos facilitaram o processo de securitização.

Aglietta (2008; p. 37) destaca o fenômeno de transferência de endividamento das empresas para as famílias norte-americanas. O Fed, para recuperar as empresas, após a crise de 2001, proporcionou condições para que elas se desendividassem, ao mesmo tempo em que permitiu que as famílias assumissem progressivamente dívidas maiores. O consumo passa a ser a força do crescimento econômico, principalmente, a partir de 2003:

*On a assisté à un véritable transfert de la dette des entreprises vers la dette des ménages. La conjecture, à partir de l'année 2003, a été très fortement soutenue par la consommation, elle-même encouragée para la baisse de taux d'intérêt de la Fed qui s'est propagée aux taux d'intérêt à long terme<sup>121</sup>.*

Como consequência deste processo, o consumo norte-americano não apenas proporcionava o crescimento da economia em âmbito interno, mas também carregava o crescimento das economias que lhe exportavam bens, as quais cresciam pela dinâmica do investimento para exportação. Há um crescente aumento da liquidez do dólar em esfera global e um déficit contínuo na balança comercial norte-americana. Diferentemente do crescimento liderado pelo investimento, aquele fundamentado no consumo, em grande parte importados, não produz toda a contraparte de bens e riquezas em âmbitos nacionais. Esse fenômeno aumenta a fragilidade da economia pelo endividamento das famílias e não somente pelo das empresas

---

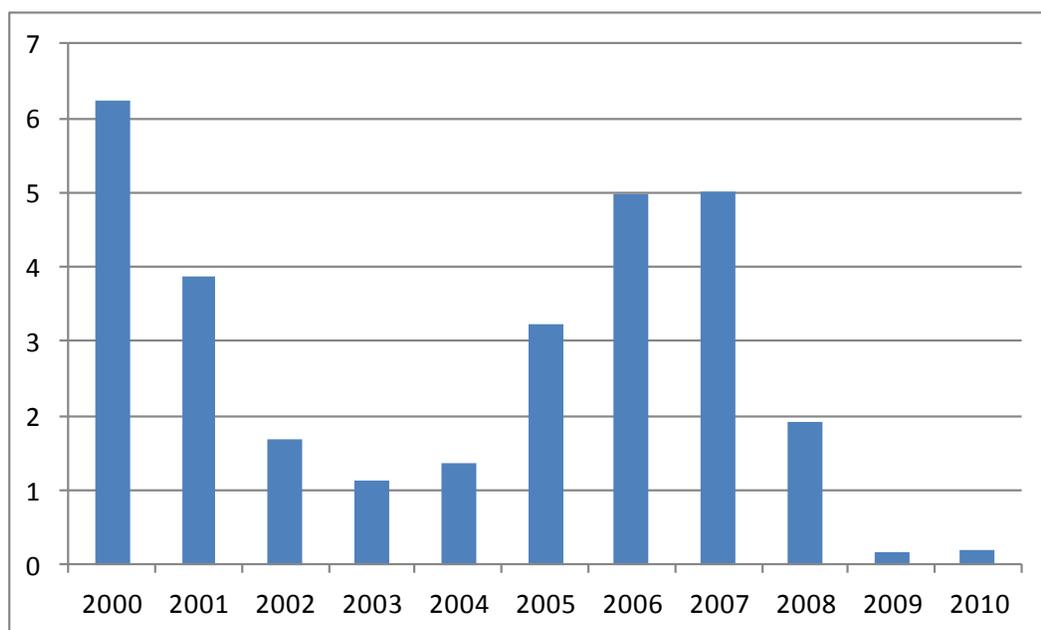
<sup>120</sup> Segundo Aglietta (2008; p. 33-37), a taxa baixa de inflação é consequência da mudança de padrão de desenvolvimento adotada pelos países asiáticos, que após a crise financeira de 1997, optaram por se transformar em economias *export led*, acumulando poupanças em dólares que possibilitou que se transformassem também em exportadores de capital. Com a entrada da China e Índia na OMC, houve uma pressão de queda dos preços dos bens de consumo industriais, derrubando as taxas de inflação no mundo todo.

<sup>121</sup> “Nós assistimos a uma verdadeira transferência da dívida das empresas para a dívida das famílias. A conjectura, a partir do ano de 2003, foi profundamente sustentada pelo consumo, este encorajado pela queda das taxas de juros do Fed que se propagou às taxas de juros de longo prazo”.

produtivas, tornando a crise, na esfera real, ainda mais profunda, pois o ônus recai, principalmente, sobre aqueles que têm menos meios e garantias de se proteger dos efeitos perversos da crise. As empresas norte-americanas foram abaladas pela crise por meio dos investimentos que fizeram no mercado financeiro. Com a deflação dos ativos, elas tiveram grandes perdas de capital.

Em 2004, como se pode verificar pelo Gráfico 3, o Fed inicia uma política monetária de aumento de taxa de juros, e a taxa de juros dos *federal funds* atinge 5,25% em meados de 2006. No entanto, conforme destaca Aglietta (2008), esta política pouco conseguiu influir na taxa de juros de longo prazo, devido à grande liquidez do dólar em escalas globais, proporcionada pela expansão da economia norte-americana desde 2003. Os países exportadores mantinham grande parte das suas reservas internacionais em dólares. Como consequência, o Fed perdeu a capacidade de obter efeitos no curto prazo de sua política monetária. Os canais da expansão endógena de moeda não poderiam ser controlados devido à desregulamentação financeira feita no sistema financeiro norte-americano, desde a década de 1970, e ao subsequente aumento da liquidez mundial alavancado pela política expansiva do Fed. Apenas no segundo semestre de 2005, com uma demanda pesada a favor dos títulos soberanos norte-americanos, que se inicia o aumento da taxa longa de juros.

**Gráfico 3: Taxa de Juros: Federal Funds – 2000 a 2010**



Fonte: Federal Reserve, *historical data*, elaboração própria; média do período.

As hipotecas do *subprime* ganham força em 2006, pois todos aqueles considerados “bons pagadores” já estavam endividados, as famílias estão no ápice de sua capacidade de financiamento. Os *subprimes* caracterizam-se pelo uso de taxa de juros reajustáveis, inicialmente muito atrativas e baixas, para se tornarem, posteriormente, muito altas. A elevação dos juros de contrato acarreta que muitos devedores não conseguem pagá-las, deflagrando as suspeitas quanto à sustentação do ciclo. Em meados de 2006, os preços dos ativos imobiliários norte-americanos cessam de subir, sentindo os efeitos da política restritiva do Fed, e no terceiro semestre começam a cair. Há uma demanda desenfreada por créditos, para que se sustente o ciclo de valorização das hipotecas. Neste período, as agências de *rating* continuam classificando os títulos com notas elevadas, conforme assinala Aglietta (2008; p. 43). No entanto, pelo aumento brutal da taxa de juros nos contratos, inicia-se um processo de *default* e de suspeita quanto à rentabilidade dos outros produtos estruturados, por também serem vinculados ao mercado imobiliário, e terem hipotecas do *subprime* em seus *pools*. Em meados de 2007, as agências de *rating* alteram a classificação de vários produtos estruturados para baixo, inclusive alguns MBS que continham

*subprime*, os desqualificando como componentes do portfólio de fundos mútuos ou de pensão, conforme ressaltam Guttman e Plihon (2008).

A transmissão dos riscos das hipotecas do *subprime* para o MBS afetou na sequência o mercado de CDO (*collateralized debt obligation*), o qual negociava diferentes tipos de dívidas, como debêntures, títulos lastreados em hipotecas e dívida de cartão de crédito, conforme destacam Guttman e Plihon (2008). Toda a rede de instituições financeiras que funcionava como compradoras de risco dos bancos comerciais/universais são afetadas e rompe-se a lógica da diluição do risco, previamente instituída.

A distribuição do risco efetuada pelos bancos universais, conforme destacam Farhi & Cintra (2009; p. 26), foi possível porque outras instituições se dispuseram em assumi-lo. Elas “formaram o chamado *global shadow banking system* (‘sistema bancário global na sombra’ ou paralelo), um conjunto de instituições que funcionava como banco, sem sê-lo, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos”. Por não se configurarem como instituições depositárias, não estavam submetidas aos controles de atuação impostos pela Autoridade Monetária. E, também, não poderiam ser socorridas, em momentos de crise, com injeções de liquidez.

Seguindo a definição utilizada por Farhi & Cintra (2009; p.27), o *shadow bank system* engloba todas as instituições financeiras que não têm o ambiente de atuação restringido pela supervisão da Autoridade Monetária, nem pelos Acordos de Basileia: “os grandes bancos de investimento independentes (*brokers-dealers*), os *hedge funds*, os fundos de investimento, os fundos *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras”. Os autores também se atentam para o fato de que nos Estados Unidos, os bancos regionais especializados em créditos bancários e as agências quase públicas, patrocinadas pelo governo, Fannie Mae e Freddie Mac, fazem parte do *shadow bank system*.

Estas instituições compravam os títulos estruturados dos bancos comerciais/universais, por meio de emissão de títulos de curto prazo pela emissão de *commercial papers* lastreados em ativos (*asset-backed commercial paper*). Os bancos que a gerenciavam mantinha linhas de créditos disponíveis para que fossem utilizadas em momentos de aperto de

liquidez. A crise pelo aumento das suspeitas em relação ao pagamento das hipotecas, rebate no sistema bancário, quando estas instituições passam a demandar maciçamente as linhas de crédito e não conseguem mais emitir os *commercial papers* para financiarem suas posições de longo de prazo. Pelo modo explicado no segundo capítulo, a crise de liquidez, inicialmente, neste contexto, transfere-se aos bancos comerciais pelo uso maciço dos ativos contingenciais pelas instituições do *shadow banking system* das linhas pré-aprovadas de crédito que detinham. Iniciam-se recorrentes crises de liquidez e o Banco Central começa a intervir desempenhando seu papel tradicional do capitalismo monopolista de prestador de última instância.

#### 4.3.3 – A crise de liquidez

De junho de 2007 até o pico da crise, caracterizado pela falência do Lehman Brothers em setembro de 2008, aumenta-se a pressão sobre a liquidez e solvência de muitas instituições financeiras<sup>122</sup>.

Em 2007, com o mercado monetário paralisado pela crise de liquidez, os bancos de investimento são incapazes de levantar fundos para se refinanciar no curto prazo. Eles procuram vender os ativos para os quais ainda havia mercado, o que desencadeou a queda de seus preços. Farhi & Cintra (2009; p. 31) ressaltam que o Fed teve de prover liquidez a estas instituições – os bancos de investimento e também a Freddie Mac e Fannie Mae – oferecendo-lhes acessos às operações de redesconto, no entanto tal medida não foi suficiente para impedir o desmantelamento deste mercado. Em março de 2008, o quinto maior banco de investimento norte-americano, o *Bear Stearns*, sofre ameaça de *default*, o Fed intervém e alonga o prazo das linhas de financiamento concedidas aos bancos de investimento. Por meio de um empréstimo de US\$ 29 bilhões, o J.P. Morgan comprou esta instituição.

---

<sup>122</sup> Conforme Farhi & Cintra (2009; p. 31): “as instituições financeiras não bancárias sofreram uma verdadeira ‘corrida bancária’ contra o *global shadow banking system*”.

Em julho de 2008, a crise de liquidez atinge as agências quase públicas, patrocinadas pelo governo, a Fannie Mae e a Freddie Mac<sup>123</sup>. Segundo Farhi & Cintra (2009; p. 32): “As duas companhias carregavam US\$ 4,7 trilhões, por meio da emissão de dívida ou de garantias a títulos hipotecários (RMBS), ou seja, 32% dos créditos hipotecários nos EUA (US\$ 14,8 trilhões), equivalente a 33% do PIB (Produto Interno Bruto), estimado em US\$ 14,3 trilhões em junho de 2008”. No cenário de queda de preço dos ativos, o valor de mercado da Freddie Mac caiu 93,7% e da Fannie Mae, 95,3%, em meados de 2008 (Aglietta; 2008; p. 68). No início de setembro, para impedir um colapso do mercado de hipotecas, o Tesouro norte-americano abriu, via Banco Central, uma linha de crédito de US\$ 100 bilhões para cada uma dessas instituições. Em 2009, esta linha se estendeu para US\$ 200 bilhões<sup>124</sup>.

No entanto, em meados de setembro de 2008, o Fed decidiu por não suprir as necessidades de liquidez do Lehman Brothers, o que implicou a falência deste banco de investimento. Além da ação do Fed ter sido interpretada como uma tentativa de diminuir o risco moral, Aglietta (2008; p. 69) destaca que a Autoridade Monetária subestimou a real dimensão das interconexões das operações deste banco no mercado de derivativos. O primeiro efeito da quebra do Lehman Brothers foi a rápida paralisia do mercado de crédito e do mercado interbancário; o segundo foi a explicitação de problemas de insolvência bancária que demandariam ações para a recapitalização do sistema bancário (Aglietta; 2009; p. 72).

Em setembro de 2008, na conjuntura de iliquidez em escala global, assiste-se a uma atuação conjunta dos bancos centrais de diferentes países, com o objetivo de aumentar a liquidez financeira de forma coordenada. Pelos motivos levantados, a função do Fed como emprestador de última instância, nesta crise, foi de extrema importância. Antes da falência do *Lehman Brothers*, o Fed já vinha atuando com o objetivo de restaurar a liquidez do sistema, abrindo, inclusive, linhas de crédito aos bancos de investimento. Na sequência, o Fed começou a aceitar, como

---

<sup>123</sup> A primeira foi criada em 1938, como resultado da reforma financeira implementada pelo *New Deal* e tinha como objetivo prover liquidez ao mercado secundário de hipotecas, emitindo os, já mencionados, MBS. Desta maneira ela possibilitava o aumento dos interessados em participar do financiamento no setor habitacional. A Freddie Mac foi criada em 1970 e tinha o mesmo objetivo. Essas empresas, apesar de serem privadas, e deterem ações na bolsa de valores, elas detinham linhas de crédito garantidas pelo governo, e, por isso, conseguiam se financiar a um custo baixo e operavam amplamente alavancadas. (Farhi & Cintra; 2009)

<sup>124</sup> Farhi & Cintra (2009; p. 33) destacam que do passivo total destas instituições (US\$ 1,6 trilhão em junho de 2008), 68,75% (US\$ 1,1 trilhão) estava em poder de credores oficiais, ou seja, bancos centrais estrangeiros que consideravam este passivo tão seguro quanto os títulos do tesouro norte-americano.

garantia de seus suprimentos de liquidez, títulos de crédito de maior risco no lugar de bônus do tesouro. O Fed também começou a emprestar diretamente para empresas não financeiras comprando *commercial papers*. Como resultado, a composição do ativo do Fed deteriorou-se profundamente, os títulos do tesouro que compunham 95% do seu ativo, representavam apenas 50% deste total, após estas intervenções (Aglietta; 2008; p. 76)<sup>125</sup>.

Mazzucchelli (2008; p. 59) ressalta que esta crise de liquidez distingue-se de todas as outras devido aos Estados terem assumido “a responsabilidade pela defesa das instituições financeiras, pela provisão de liquidez, pela garantia integral dos depósitos, pela redução das taxas de juros básicas e pela tentativa de evitar o aprofundamento da contração do crédito”. O autor argumenta que, sem esta “contínua injeção de recursos públicos”, o colapso poderia ter sido imensurável, devido à armadilha da liquidez provocada pelos agentes que se voltaram aos títulos da dívida pública, principalmente, da norte-americana. Buscou-se, com estas medidas, resgatar o circuito crédito-gasto-renda, em uma ação “*tipicamente keynesiana*”, mesmo que o custo fosse a estatização do sistema financeiro norte-americano (Mazzucchelli; 2008).

A ação do Estado sobre a economia, no entanto, teve efeitos indesejáveis. O primeiro, político, relaciona-se com o fato de que a salvaguarda do sistema financeiro impediu a mudança de coalizão de forças, como ocorreu após a crise de 1929, a fim de alterar significativamente as estruturas do mercado financeiro, por meio de regulamentação. Não apenas as grandes *holdings* financeiras acreditam ser “*too big to fail*”, mas também os governos pressupõem-se capazes de impedir crises profundas, ao agir como emprestadores de última instância. Neste contexto, não houve coalizão de interesses suficiente para promover grandes mudanças na arquitetura financeira. O segundo, econômico, refere-se à transferência do risco gerado pelas dívidas privadas para o Estado. Como resultado da salvaguarda do sistema, este último aumentou o seu endividamento, buscando contrabalançar a queda brusca do endividamento das famílias, para o consumo; empresas, para o investimento; e incorporando parte substancial dos ativos de alto

---

<sup>125</sup> O governo americano interveio também, por meio de um plano de US\$ 700 bilhões, recomprando os ativos depreciados das instituições financeiras, os *subprimes*, utilizando para isso a Fannie Mae e a Freddie Mac. Estas deveriam ficar com estes ativos, na esperança de que recuperassem algum valor, já que poderiam ter desvalorizado exageradamente, por causa da crise de confiança (Aglietta; 2008; p 79-80).

risco, antes nas mãos dos agentes, especialmente, aqueles do sistema financeiro doméstico. Conforme pode ser visto na tabela 8 abaixo:

<b>Tabela 8: Mercado de Crédito - Crescimento do débito por setor (%); Com ajustes sazonais</b>										
Anos	Setor doméstico não-financeiro								Setor Financeiro	
	Total	Famílias			Negócios		Governos		Sistema Financeiro Doméstico	Externo
		Total	Hipotecas imobiliárias	Crédito para consumo	Total	Corporações	Governos Estaduais e locais	Governo Federal		
2001	6,3	9,6	10,6	8,6	5,7	4,5	8,8	-0,2	10,7	-1,4
2002	7,4	10,8	13,3	5,6	2,8	0,7	11,1	7,6	9,7	10,8
2003	8,1	11,8	14,6	5,3	2,3	1,8	8,3	10,9	10,7	4,0
2004	8,8	11,0	13,4	5,6	6,2	4,0	7,3	9,0	8,9	12,4
2005	9,5	11,1	13,3	4,5	8,6	6,3	10,2	7,0	9,3	7,9
2006	9,0	10,1	11,2	4,1	10,5	8,5	8,3	3,9	10,0	22,0
<b>2007</b>	<b>8,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>5,8</b>	<b>13,0</b>	<b>12,5</b>	<b>9,5</b>	<b>4,9</b>	<b>12,6</b>	<b>9,0</b>
Q1	8,5	7,3	8,0	5,1	10,9	9,2	11,8	6,0	11,2	12,9
Q2	8,6	7,2	7,5	5,6	13,5	13,5	10,3	2,2	9,8	18,2
Q3	8,8	6,4	5,8	6,9	13,4	13,8	7,7	6,4	16,7	1,4
Q4	7,5	5,4	5,4	5,1	11,7	11,2	7,0	4,5	10,2	3,0
<b>2008</b>	<b>6,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>	<b>2,3</b>	<b>24,2</b>	<b>5,6</b>	<b>-10,6</b>
Q1	6,3	3,2	2,4	4,9	9,1	9,1	5,1	9,5	6,0	10,4
Q2	3,7	-0,4	-0,6	3,5	7,5	6,6	1,6	7,4	5,7	0,0
Q3	7,8	-0,5	-1,7	0,0	5,1	3,9	3,7	37,0	6,9	-28,6
Q4	5,7	-2,4	-2,0	-2,3	1,3	-2,4	-1,0	36,1	3,2	-24,9
<b>2009</b>	<b>3,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,8</b>	<b>22,7</b>	<b>-10,8</b>	<b>11,3</b>
Q1	4,6	-0,8	-0,2	-3,7	-0,2	2,2	5,6	24,4	-11,2	9,5
Q2	4,5	-1,9	-1,9	-4,8	-2,2	0,6	4,2	28,9	-13,6	11,1
Q3	2,1	-2,2	-2,6	-3,9	-4,4	-1,7	5,7	19,0	-10,9	14,4
Q4	0,8	-1,9	-1,3	-5,6	-4,0	-1,3	3,6	11,9	-8,5	8,4
<b>2010</b>	<b>4,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,4</b>	<b>20,2</b>	<b>-6,2</b>	<b>4,5</b>
Q1	4,3	-2,0	-4,4	-4,0	0,3	5,3	5,7	20,5	-8,6	5,9
Q2	4,6	-2,5	-2,2	-3,4	-0,1	3,6	-1,4	24,4	-7,0	-2,4
Q3	4,2	-2,0	-2,6	-1,8	2,2	5,3	5,4	16,0	-4,2	7,7
Q4	5,1	-0,6	-1,3	2,0	3,6	5,7	7,9	14,6	-5,9	6,6

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States (Março/2011)

A tabela 8 mostra a taxa de crescimento do endividamento no mercado de crédito, por setor, na economia norte-americana. A partir de 2007, os dados são apresentados por trimestre para que se verifique o efeito da crise em cada setor. Já em 2007, nota-se uma desaceleração do endividamento das famílias no mercado de hipotecas imobiliárias. Conforme explicado, é em meados desse ano que começa a crise de liquidez e há reclassificação dos riscos dos MBS. No segundo trimestre de 2008, inicia-se o processo de liquidação e diminuição das dívidas das

famílias, que perdura até os dias atuais. Inclusive o crédito para o consumo, que sustentava a dinâmica do modelo de crescimento deste período, sofre retração a partir do quarto trimestre de 2008, e só se recupera no último trimestre de 2010.

A crise também é sentida nas grandes corporações. A partir do último trimestre de 2007, inicia-se o processo de desaceleração da taxa de evolução do crédito a qual se torna negativa no último trimestre de 2008. No entanto, conforme apontado, as grandes empresas em dificuldade receberam diretamente ajuda do Fed. O mercado de crédito para este segmento empresarial se recupera no primeiro trimestre de 2009, porém, durante este ano, ele se comporta de forma errática, como se observa na tabela acima.

No setor financeiro doméstico, também se percebe desaceleração do endividamento em 2008. Nesta conjuntura, o sistema financeiro recebeu do governo significativas injeções de liquidez. Foi implementado também um programa de resgate dos títulos de alto risco.

No sentido contrário ao endividamento destes três segmentos (famílias, negócios e sistema financeiro), está o endividamento do governo federal. No último semestre de 2008, há um salto abrupto do volume de endividamento do governo, quintuplicando em relação ao período anterior. Tal tendência ao crescimento manteve-se nos períodos seguintes. No primeiro semestre de 2009, o endividamento do governo continuou se elevando expressivamente, porém menos do que no período anterior, com desaceleração no segundo semestre. Em 2010, no entanto, a taxa de crescimento do endividamento do governo manteve um caráter errático. Isso reflete a ação governamental na estabilização do sistema financeiro e na estatização da dívida privada.

Nesse processo recente de estatização da dívida, restringe-se o espaço para utilizar a política fiscal de forma a recuperar a economia real e gerar empregos. Ao mesmo tempo, a expansão da liquidez gerou uma “armadilha” para a política monetária, em que a incerteza limita a resposta dos agentes à política de juros baixos. Em verdade, a armadilha da liquidez e estatização da dívida são desafios relevantes na gestão macroeconômica dos Estados Unidos pós-crise.

#### 4.4 – Os limites da Lei Dodd-Frank (2010)

Conforme análise desenvolvida neste capítulo, a crise financeira iniciada em 2007 e generalizada em 2008 com a quebra do banco de investimento *Lehman Brothers*, em outubro daquele ano, ocorreu de forma endógena ao padrão de acumulação norte-americano, como consequência da crescente política de desregulamentação adotada para proteger os lucros do sistema financeiro. No contexto da crise, a sociedade norte-americana demandou politicamente a criação de um arcabouço institucional capaz de evitar a instabilidade sistêmica, a fim de impedir que tais acontecimentos se repetissem. A materialização desse processo foi a promulgação da Lei Dodd Frank (2010), cujos efeitos ainda estão por ser observados. O objetivo deste trabalho, portanto, não é elaborar uma análise exaustiva dessa Lei, mas apenas destacar os seus principais aspectos, levando em consideração seus impactos para: o negócio bancário; a atuação do Fed; e, a instabilidade sistêmica.

O plano Obama, que deu origem à Lei, procurou por falhas na regulamentação e supervisão financeira que pudessem ter levado à crise. Dentre tais falhas cabe destacar: a ausência de uma gestão sistêmica na regulação; a regulação parcial sobre as holdings financeiras que protegia apenas o segmento relativo à atividade bancária e não as subsidiárias que compunham o “*shadow banking system*”; a falta de centralização na supervisão financeira que dificultou a prevenção e monitoramento dos riscos (Anbima; 2011; p. 19-20). Ou seja, o levantamento feito pelo governo norte-americano identificou como problema a fragmentação da supervisão. No entanto, conforme será visto, as principais medidas tomadas não atacaram diretamente este ponto.

Dentre os principais pontos contidos na Lei, pode-se destacar<sup>126</sup> seus objetivos em: a) assegurar transparência e *accountability* na gestão de instituições financeiras para a identificação de riscos, por meio da criação do *Financial Stability Oversight Council* (FSOC); b) implantar a chamada “*Volcker rule*”, ou seja, restringir ações especulativas de bancos que possam prejudicar os consumidores; c) criar um sistema para liquidação de grandes conglomerados bancários de maneira a lidar com os crescentes riscos que estas instituições podem disseminar nos mercados;

---

<sup>126</sup> Esta seção é, principalmente, fundamentada na análise institucional feita pelo Levy Institute (LEVY INSTITUTE; 2011; p. 11-31).

d) assegurar o caráter discricionário das ações do Fed, na ajuda emergencial para instituições insolventes; e) redefinir os marcos regulatórios das operações de securitização, f) delegar às agências federais que regulam o setor bancário o estabelecimento de capital mínimo requerido e a taxa de alavancagem para as instituições depositárias que detêm seguros de depósito, para as holdings financeiras bancárias, e para as companhias financeiras não-bancárias que são supervisionadas pelo Fed; g) criar o *Office of Credit Rating* com a autoridade de aplicar multas, se necessário, às agências de *rating* e de administrar as regras da SEC concernente às atividades das Organizações Estatísticas de *Rating*; e h) extinguir a agência regulatória *Office of Thrift Supervision* (OTS), aumentando ainda mais o poder regulatório do Fed.

Quanto ao aspecto do negócio bancário, a Lei Dodd Frank não restringiu o tamanho das Holdings Financeiras Bancárias. Pelo contrário, a Lei privilegia que se fortaleçam para que possam expandir suas atividades nos mercados externos<sup>127</sup>. Levy Institute (2011; p. 11) destaca que:

*(...) the basic theoretical argument that large, integrated financial institutions create synergy in providing a broad range of financial services and reduce risk by pooling is maintained by those who are most influential in "reform," while the difficulties these institutions caused in the financial crisis will be managed by better regulation and provisions to ensure that if they do collapse, they will be allowed to fail without requiring support from public funds<sup>128</sup>.*

A reforma não tratou de restringir o tamanho e o poder das grandes holdings financeiras, mas sim de gerenciar melhor o risco assumido por estas instituições e garantir meios para que elas entrem em falência sem deflagrar o risco de contágio e, neste contexto, receber assistência pública somente temporária. As novas regras visam à dissolução rápida das holdings

---

<sup>127</sup> Timothy Geithner, o secretário do Tesouro norte-americano durante a elaboração lei, fez as seguintes afirmações, (em 10/02/2011), ao jornal *The New Republic*: "I don't have any enthusiasm for ... trying to shrink the relative importance of the financial system in our economy as a test of reform, because we have to think about the fact that we operate in the broader world" (...) "It's the same thing for Microsoft or anything else. We want U.S. firms to benefit from that." (...) "Now financial firms are different because of the risk, but you can contain that through regulation." ("Eu não tenho nenhuma motivação em... tentar diminuir a importância relativa do nosso sistema financeiro na nossa economia como um teste de reforma, porque nós temos de pensar sobre o fato que nós operamos em um mundo amplo" "(...) É a mesma coisa para a Microsoft ou qualquer outra coisa. Nós queremos que as firmas dos EUA se beneficiem disso" (...) "Agora firmas financeiras são diferentes por causa do risco, mas você pode contê-lo por meio da regulação". E este seria o sentido da reforma financeira de 2010.

<http://www.tnr.com/article/economy/magazine/83176/timothy-geithner-treasury-secretary>

<sup>128</sup> "(...) o argumento teórico básico de que instituições financeiras grandes, integradas criam sinergia em prover um amplo rol de serviços financeiros e reduzem o risco de crédito foi mantido por aqueles que tiveram maior influência na 'reforma', enquanto que as dificuldades causadas por estas instituições na crise financeira serão gerenciadas por melhores práticas de regulação e provisão para garantir que caso elas de fato colapsem, a elas será permitido falir sem requerer apoio de fundos públicos."

financeiras quando estiverem com problemas, ao invés de salvuardá-las (*idem*; p. 11). O objetivo da criação do FSOC é o de supervisionar o sistema financeiro, a fim de encontrar os focos de instabilidade financeira e riscos. Esta abordagem não leva em consideração o fato de que o risco sistêmico se desenvolve endogenamente, não sendo restrito a determinadas instituições.

O arcabouço institucional criado para gerenciar a falência das grandes empresas financeiras vincula-se à dimensão política da salvaguarda do sistema – sobre quem recebe os recursos públicos com a deflagração da crise – conforme apontado por Kindleberger (2000). Milhares de famílias ficaram insolventes e não foram “recapitalizadas” como ocorreu com o sistema financeiro. O Congresso procurou, na reforma, liberar-se de quaisquer responsabilidades quanto ao uso de dinheiro público para ajudar instituições financeiras (*idem*; p. 18). A lei Dodd Frank procurou suprir a carência de um arcabouço institucional que regulamentasse sobre instituições insolventes. Sob o comando do secretário Tesouro, cabe ao FDIC promover a liquidação destas empresas, a fim de evitar a instabilidade financeira e o risco de contágio, pela recém-criada OLA, “*Ordely Liquidation Authority*”.

Diferentemente da reforma bancária de 1933, não se delimitou a área de atuação dos diferentes intermediários financeiro, tampouco se procurou direcionar a atividade de um intermediário a um determinado fim. Procurou-se assegurar a defesa das condições de concorrência entre os integrantes do mercado financeiro, o que terá certamente impactos sobre o processo de inovação por parte dos agentes.

Quanto aos requerimentos mínimos de capital e à taxa de alavancagem, a Lei deixou para as agências reguladoras federais bancárias autorizadas determiná-las<sup>129</sup>. Entretanto, a Lei estabeleceu limitações para este capital mínimo, aproximando das definições propostas pelos

---

<sup>129</sup> Sobre o Acordo de Basileia III, que é uma revisão do Basileia II para incorporar as lições da crise financeira, segundo o recém-publicado *Report on Asset Securitisation Incentives* (Julho/2011a), pelo BIS, pretende-se incluir neste novo arcabouço institucional novos elementos que potencialmente afetarão os incentivos para os bancos securitizarem os créditos e manterem as securitizações em seus ativos. Os principais incentivos, segundo o documento (p. 24-25), referem-se aos requerimentos de capital (aumentaram-se os requerimentos de capital relativos à ressecuritização; os bancos terão de estabelecer critérios operacionais a fim de usar os pesos de risco estabelecidos no Basileia II quanto à securitização, caso este critério não seja utilizado o peso de exposição do risco desta instituição será aumentado) e as taxas de liquidez (foram incluídas duas taxas de liquidez no Basileia III a) *the liquidity coverage ratio*, será implementada a fim de que os bancos mantenham ativos que possam ser convertidos rapidamente em dinheiro, em um cenário de stress, trata-se de um colchão de liquidez; b) *the net stable funding ratio*, a qual procura promover uma poupança (funding) de médio e longo prazo para os ativos e para as atividades dos bancos). Para ver mais sobre o Acordo de Basileia III: (BIS; 2011b); (BIS; 2011c); (BIS; 2011d).

acordos internacionais de Basileia. Requerimentos de capital deverão ser aplicados às instituições depositárias (que têm depósitos segurados); às Holdings financeiras de instituições depositárias; e às companhias não financeiras supervisionadas pelo Fed.

Quanto à provisão de liquidez para instituições com problemas financeiros, ficou garantido ao Fed, em decisão conjunta com o Tesouro, poder agir com discricionariedade na janela de desconto considerando as solicitações das instituições financeiras ou não-financeiras em situações de urgência. Este fato não se caracteriza como uma afronta à OLA (idem; p. 22).

Apesar de a presente reforma não resolver o problema da segmentação funcional da supervisão financeira, em que há muitas agências reguladoras com sobreposição do seu escopo de atuação, pode-se afirmar que os poderes do Fed em supervisionar o sistema financeiro foram fortalecidos. Todas as instituições consideradas importantes, inclusive àquelas classificadas pelo FSOC como possivelmente insolventes, ficaram sob a supervisão do Fed. Em suma, tanto o poder do Fed em relação à elaboração e implementação de política econômica quanto em relação à manutenção da estabilidade financeira sistêmica cresceram durante a crise recente e foram ratificados pela reforma financeira de 2010.

No entanto, a maioria das medidas implementadas pela nova lei refere-se à gestão microeconômica dos riscos para impedirem que se ampliem à esfera macro. Estas medidas não consideram que as interações das decisões micro no âmbito da dinâmica da macroeconomia podem endogenamente causar risco sistêmico. A nova legislação considera exatamente o inverso, ou seja, que é possível superar as imperfeições microeconômicas nos mercados e, assim, contribuir para a estabilidade macroeconômica. Conforme destaca o Levy Institute (2011; p. 10): “*the Dodd-Frank legislation continues to be based on the mainstream theoretical framework that sees stability in complete markets and synergy in the provision and hedging of financial services*”<sup>130</sup>. A Lei não parece ter favorecido modificações na estrutura do sistema financeiro. As bases da reforma anterior, estabelecidas pelo *Gramm-Leach-Bliley Act*, ainda permanecem. Em poucas palavras, a estrutura financeira que levou à crise de 2007/2008 foi preservada.

---

<sup>130</sup> “a legislação implementada pela Dodd Frank continua a ser baseada no arcabouço teórico do *mainstream* que enxerga a estabilidade em mercados completos e sinergia na provisão e *hedging* dos serviços financeiros”.

## 5 – Considerações Finais

*A new era of reform cannot be simply a series of piecemeal changes. Rather, a thorough, integrated approach to our economic problems must be developed; policy must range over the entire economic landscape and fit the pieces together in a consistent, workable way: Piecemeal approaches and patchwork changes will only make a bad situation worse*<sup>131</sup>.

Hyman Minsky – *Stabilizing an Unstable Economy*; 1976; p. 323

Neste trabalho, procurou-se destacar como o negócio bancário norte-americano, por meio das inovações financeiras, agiu e reagiu para superar os limites impostos pelo marco regulatório, formulado pelo *Glass Steagall Act de 1933*, e se reafirmou na esfera financeira como o principal ator da dinâmica doméstica de acumulação. Destacou-se, também, como a evolução do sistema bancário dos Estados Unidos esteve entrelaçada com as tensões da regulação social do capitalismo liberal deste país. Neste contexto, o *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act* de 1999 representou a consolidação da dominância dos fundamentos de mercado na dinâmica financeira, eliminando os bloqueios à atividade bancária que caracterizaram o espírito do marco regulatório que emergiu durante década de 1930, desenhado para evitar que crises financeiras profundas pudessem acontecer novamente.

A contribuição que este trabalho procurou adicionar ao debate acadêmico foi por meio do desenvolvimento da hipótese central deste estudo: de que na própria reforma financeira feita na década de 1930 – ao segmentar o sistema financeiro entre o mercado bancário e de capitais, e, conseqüentemente, a supervisão e regulação financeira sobre estes mercados – estaria o germe que levaria à desregulamentação financeira a partir dos anos 1970, e, conseqüentemente, na própria crise de 2007/2008.

---

<sup>131</sup> “Uma nova era de reformas não pode ser simplesmente uma série de mudanças fragmentadas. Mas sim, um método meticuloso e integrado para os nossos problemas econômicos precisa ser desenvolvido; política pública precisa abranger livremente todo o nosso arcabouço econômico e encaixar as peças de uma maneira consistente e funcional: Métodos fragmentados e mudanças feitas em retalhos somente transformará uma situação ruim em outra pior ainda”.

O ponto de partida deste estudo foi destacar a importância do negócio bancário no processo de acumulação de capital. A análise fundamentou-se na acepção keynesiana de que os bancos são criadores da moeda-crédito e não simples intermediadores financeiros que recebem depósitos e ofertam empréstimos. O objetivo primordial do negócio bancário privado é o lucro. As grandes tensões são causadas pela moeda bancária (moeda-crédito) que assume os atributos do dinheiro (*money proper* – segundo Keynes) de ser, ao mesmo tempo, “bem público” e o “objeto de desejo privado”. Quando o processo de validação social das mercadorias é rompido, a moeda-crédito é testada, desencadeando crises bancárias e financeiras. Em outras palavras, a moeda-crédito é o nó que enlaça todas as tensões do sistema capitalista (Aglietta; 1979).

Conforme destacado por Minsky e ressaltado diversas vezes no decorrer deste trabalho, a regulamentação dos mercados precisa acompanhar a evolução das práticas inovadoras implementadas pelos agentes financeiros. Tal tensão resulta da interação entre as forças privadas de acumulação e a realização social da riqueza no capitalismo.

Sob esse arcabouço teórico, procurou-se escolher conjunturas da economia norte-americana que impactaram diretamente no negócio bancário. De forma não exaustiva, analisou-se como o sistema bancário reagiu a mudanças na política monetária, no marco regulatório e nos condicionantes da concorrência na esfera financeira.

O primeiro momento destacado foi a Reforma Financeira ocorrida durante a década de 1930. Esta legislação conseguiu direcionar o negócio bancário para a função social de financiar o investimento. Limitou tanto a atuação dos bancos no mercado de capitais quanto à atividade de subscrever ações. O papel desempenhado pelos bancos como “patrocinador” de novas empresas, na caracterização de Hobson, foi bloqueado.

Esse arcabouço, no entanto, além de segmentar as atividades do setor financeiro, restringindo os agentes que deveriam atuar em cada segmento – conforme explicado no primeiro capítulo – ratificou o padrão da supervisão financeira nos Estados Unidos. Tal padrão caracteriza-se por ser “funcional”, em que a entidade reguladora, o tipo e o grau de supervisão dependem da função do agente regulado no sistema financeiro. A consequência deste processo foi uma maior restrição sobre a atividade bancária ante outros agentes do sistema financeiro. Nesse contexto,

verifica-se um esforço permanente por parte dos bancos comerciais para superar estas limitações. Em suma, as tensões presentes entre o negócio bancário e a regulação financeira no capitalismo monopolista contribuíram para fragilizar o arcabouço institucional implementado nos anos 1930.

Os mesmos mecanismos que propiciaram a prosperidade econômica dos *Anos Dourados* também levaram endogenamente o sistema à sua crise nos anos 1970. O modelo de crescimento do pós-guerra favorecia a expansão do endividamento, ao mesmo tempo em que se definiam condições de concorrência e rentabilidade bancárias, profundamente impactadas pelo gerenciamento dos passivos, no contexto da *Regulation Q*. Os tetos de rentabilidade impostos por esta legislação incentivavam os bancos a reduzirem seus custos. Nesse cenário, proliferaram-se as inovações financeiras que “economizavam reservas”, portanto, mais baratas, aumentando o *spread* bancário.

Em meados da década de 1970, com o avanço da inflação, as tensões inerentes à capacidade de acumulação no sistema financeiro norte-americano impuseram novos direcionamentos da política econômica. A experiência da política monetarista, que se assentou no controle da base monetária e das reservas bancárias, impactou negativamente sobre a rentabilidade dos bancos. Conforme explicado no terceiro capítulo, os bancos sofreram restrições em seu negócio, tanto pela queda da rentabilidade do ativo, que caiu em relação às taxas de aplicações oferecidas pelo mercado de capitais, quanto pelo aumento do custo do refinanciamento do passivo e pelo processo de desintermediação financeira. Neste contexto, os bancos perdem parcelas importantes do mercado para os outros agentes do sistema financeiro, tais como os investidores institucionais.

A mudança do regime de acumulação durante os anos 1970 explicita novas estratégias bancárias no sentido avançar no mercado de capitais. Wray (2008; p. 10) destaca que, com a contínua erosão da participação dos ativos e passivos bancários nos mercados financeiros, “*banks were forced to become more market-oriented*”<sup>132</sup>. E, para restaurar a rentabilidade, passaram tanto a cobrar taxas para originar empréstimos como remover certos empréstimos de seus balanços (exemplo das hipotecas imobiliárias), estimulando o “*shadow banking system*”.

---

<sup>132</sup> “os bancos foram forçados a se tornarem mais orientados ao mercado”.

Também começaram a atuar diretamente no mercado de títulos, seguros e nos *pools* de crédito. Os *policy makers*, cientes de que se tratava de uma readequação do negócio bancário para sobreviver em um sistema fundamentado, principalmente, no mercado de capitais, relaxaram continuamente a supervisão, ratificando o movimento dos bancos. Neste cenário, enquadram-se as reformas financeiras das décadas de 1980 e 1990, conforme ressaltado no quarto capítulo.

Essa orientação do negócio bancário, pouco a pouco, foi desenvolvendo, nos Estados Unidos, uma expansão do capitalismo sob o domínio dos bancos, enquanto gestores do dinheiro, com forte presença no mercado de capitais. Privilegia-se uma estrutura financeira fundamentada na livre concorrência, na qual se liberam as restrições colocadas ao capital bancário na fase das finanças reguladas. Isso favorece progressivamente as condições para a fragilização do sistema financeiro.

A partir dos anos 1980, consolida-se o *money manager capitalism*. Grande parte das inovações financeiras é introduzida pelos bancos. Eles se integram ao processo de securitização financeira e se articulam com outros intermediários financeiros, buscando aumentar a sua própria rentabilidade. Esse processo não é bloqueado, ao contrário, é incentivado pelo Fed, que o enxerga como uma estratégia de diluição e gerenciamento do risco.

O uso pelos bancos das técnicas de diluição de risco flexibilizou suas estruturas ativas de prazo mais longo. As inovações do período anterior à crise seguem a lógica subjacente ao modelo de financiamento adotado, de originar os títulos e transferir os riscos (“*originate and distribute*”). Mas, como consequência da engenharia financeira, o processo de securitização criou a ilusão de segurança quanto à diluição do risco, inclusive ancorada em modelos econométricos. No entanto, endogenamente, criavam-se, mais uma vez, as condições que levariam à crise do sistema. Na base dessa estrutura, dava-se o crescente endividamento dos agentes.

A ênfase, neste trabalho, nas questões domésticas do sistema financeiro norte-americano justifica-se pela necessidade de compreender a dinâmica da expansão e consolidação hegemônica do capitalismo norte-americano no século XX, especialmente após a reforma da década de 1930. Argumenta-se, afinal, que as tensões entre bancos e a Autoridade Monetária no interior do capitalismo norte-americano geraram inovações financeiras que deterioraram as bases

do sistema regulado do pós-guerra. Tais inovações, ao serem domesticamente ratificadas pelo marco das finanças desreguladas, moldaram as condições para o ciclo de financeirização da riqueza, após os anos 1970.

A implementação do *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act*, no final dos 1990, permitiu que instituições financeiras atuassem como bancos comerciais e também como bancos de investimento, no entanto, conforme explicado, a regulamentação manteve-se segmentada segundo as funções que a instituição desempenhava. Isso ampliou as possibilidades de inovações para os bancos, enfraquecendo a capacidade do Fed de supervisionar o sistema financeiro. Este processo culminou na crise financeira de 2008, cujas consequências para as transformações do sistema capitalista, ainda estão em curso.

Após a crise recente, a coalizão de forças que esteve presente e influenciou a formulação e a implementação da Lei Dodd Frank (2010) reassegurou, neste arcabouço institucional, o interesse das grandes instituições financeiras. Retomando Minsky, pela epígrafe em destaque, esta lei caracteriza-se por “*piecemeal approaches and patchwork changes*”<sup>133</sup>, e não procurou resolver o problema das forças de mercado que levaram à fragilização financeira. Não se alterou o sentido da (des)regulação e tampouco o processo de consolidação das grandes holdings financeiras como agentes centrais no processo da acumulação da riqueza financeirizada.

---

<sup>133</sup> “métodos fragmentados e mudanças feitas em retalho”.



## Referências

- AGLIETTA, M., *La Crise*. Paris: Éditions Michalon, 2008.
- \_\_\_\_\_, Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie. *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, 47e Année, n° 3 ; May - Jun, 1992 ; p. 675-698
- \_\_\_\_\_, M. *A Theory of Capitalism Regulation: The US Experience*. Londres: NLB, 1979.
- AGLIETTA, M. & ORLÉAN, A. *A Violência da Moeda*. São Paulo: Editora Basiliense, 1990.
- ANBIMA. *O Sistema Financeiro e a Economia Brasileira Durante a Grande Crise de 2008*. Rio de Janeiro: Gerência de Pesquisa da ANBIMA, 2011.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Report on asset securitisation incentives: Bank of International Settlements. Jul/2008a URL: <http://www.bis.org/publ/joint26.pdf>
- \_\_\_\_\_. Basel III framework for liquidity - Frequently asked questions. Jul/2008b URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs199.pdf>
- \_\_\_\_\_. Basel III definition of capital - Frequently asked questions. Jul/2008c URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs198.pdf>
- \_\_\_\_\_. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems - revised version June 2011. Jun/2008d URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>
- BARTH, J.R.; BRUMBAUGH, R. D.; WILCOX; J.A. The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking. *Journal of Economic Perspectives*. V (14); n° 2; Spring – 2000; p. 191-204.
- BELLUZZO, L.G.M., *Os Antecedentes da Tormenta: Origens da Crise Global*. Campinas: Editora Unesp, 2009.
- \_\_\_\_\_, Três Crises do Capitalismo. In BELLUZZO, L.G.M., *O Senhor e o Unicórnio – A Economia dos Anos 80*. São Paulo: Ed. Brasiliense, 1984.
- \_\_\_\_\_, L.G.M., O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos ‘Mercados Globalizados’, in *Economia e Sociedade n° 4*. Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, 1995.
- \_\_\_\_\_, L.G.M., Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In FIORI, J. L. & TAVARES, M. C. (orgs.) *Poder e Dinheiro*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.
- BELLUZZO, L.G.M & ALMEIDA, J.G. *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BLOCK, F. L. *The Origins Of International Economic Disorder*. London: University of California Press. 1977.
- BLUNDEL-WIGNALL A.; ATKINSON, P; LEE, S.H. “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues.” OECD Financial Market Trends 95(2), 2008: 1–21.

- BRAGA, J.C.S. Financeirização global – O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In FIORI, J. L. & TAVARES, M. C. (orgs.) *Poder e Dinheiro*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1977.
- \_\_\_\_\_. *A Temporalidade da Riqueza*. (Tese de Doutorado), Instituto de Economia, UNICAMP; mimeo, Campinas.
- CALOMIRIS, C.W. Alan Greenspan's Legacy: An early look – The regulatory record of the Greenspan Fed - *The American Economic Review*, V (96), nº2, maio-2006, p. 170-173
- CARNEIRO, R. O financiamento da acumulação de ativos: um esquema analítico. *Texto para Discussão*. IE/UNICAMP, nº 167, set. 2009.
- CINTRA, M.A.M. *As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro nos Estados Unidos: A montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)*. Campinas: Instituto de Economia – Unicamp. Tese de Doutorado. *Mimeo*, 1997.
- COUTINHO L.G. & BELLUZZO L.G.M. O Desenvolvimento do Capitalismo Avançado e a Reorganização da Economia Mundial no Pós-Guerra. In: *Estudos CEBRAP 23*, Rio de Janeiro: Ed. Vozes, 1978, p. 7-31.
- DE BRUNHOFF; S. *The State, Capital and Economic Policy*. Pluto Press: Londres, 1978.
- DEBOUZY, M. *O capitalismo selvagem nos Estados Unidos (1860 -1900)*. Lisboa: Editorial Estúdios Cor, 1972.
- EICHENGREEN, B. *Golden Fetters – The Gold Standard and the Great Depression: 1919-1939*. New York: Oxford University Press, 1995.
- \_\_\_\_\_, B. *A Globalização do Capital*. São Paulo: Editora 34 Ltda. 2000.
- FARHI, M. & CINTRA, M.A.M., A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System. In BIASOTO JR, G., NOVAIS, L.F., FREITA, M.C.P. de. (orgs) *Panorama das economias Internacional e Brasileira: dinâmica e impactos da crise global*. IFUNDAP: Secretaria de Gestão Pública, p. 25-45, 2009.
- FREITAS, M.C.P. Desafios da regulamentação ante a dinâmica concorrencial bancária: uma perspectiva pós-keynesiana. in *Economia e Sociedade*, v. 19 nº 2 (39). Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, 2010. (p. 233-255)
- FRIEDMAN, M. Controls on Interest Rate Paid by Banks. *Journal of Money, Credit and Banking*. V (2), nº 1 – fev/1970, p. 15-32.
- FRIEDMAN, M & SCHWARTZ, A. J. *A Monetary History of the United States 1867 – 1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- FIORI, J. L. & TAVARES, M. C. (orgs.) *Poder e Dinheiro*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1977.
- GALBRAITH, J.K., *O Colapso da Bolsa, 1929*. Rio de Janeiro: Editora Expressão e Cultura, 1972.
- \_\_\_\_\_, O Novo Estado Industrial. In *Os Economistas*. São Paulo: Abril Cultural. 1988.

- GREENSPAN; A. *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*. In Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C. December 5, 1996. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>
- GROSSMAN, R. "US Banking History, Civil War to World War II". *EH.Net Encyclopedia*, edited by Robert Whaples. March 16, 2008. URL <http://eh.net/encyclopedia/article/grossman.banking.history.us.civil.war.wwii>
- GUTTMANN, R. *How Credit-Money Shapes the Economy: The United States in a Global System*. London: M.E. Sharp, 1994.
- GUTTMANN, R. & PLIHON, D. Consumer debt at the center of finance-led capitalism. *Economia e Sociedade*, Campinas, SP, v. 17, p. 575-611, dez. 2008. Número especial.
- HELLEINER, E. *States and the Reemergence of Global Finance – From Bretton Woods to the 1990s*. London: Cornell University Press, 1996.
- HOBBSWAM, E. *A Era do Capital: 1848-1875*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977.  
 \_\_\_\_\_ . *A Era dos Impérios: 1875-1914*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 2006.
- HOBSON, J.A. A Evolução do Capitalismo Moderno. In: *Os Economistas*. São Paulo: Nova Cultural, 1996.
- HOTT, C. Lending behavior and real estate prices. *Journal of Banking & Finance* V. 35; 2011; p. 2429–2442
- KARL, M. *Grundrisse – manuscritos econômicos de 1857-1858*. São Paulo: Boitempo, Rio de Janeiro, RJ. Ed. UFRJ, 2011.
- KALECKI, M. (1954). Teoria da Dinâmica Econômica. In *Os Economistas*. Tradução: Paulo Almeida. São Paulo: Abril Cultural. 1985. 2 ed.
- KEYNES, J. M. *Essays in Persuasion*. New York: W. W. Norton & Company, 1963.  
 \_\_\_\_\_ . Treatise on money. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan, 1971. v. V e VI.  
 \_\_\_\_\_ . The General Theory and After: Part II Defence and Development. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan, 1973. v. XIV.  
 \_\_\_\_\_ . *The Collected Writings of John Maynard Keynes, activities 1941 – 1946: Shaping the post-war world Bretton Woods and reparations vol. XXVI*. London: Macmillan Cambridge University Press. 1980.  
 \_\_\_\_\_ . (1936). *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Atlas S.A. 1982.  
 \_\_\_\_\_ . (1937) A Teoria Geral do Emprego. In Szmrecsányi, T. (org.). *Keynes*. São Paulo: Ática. 1984. 2 ed.  
 \_\_\_\_\_ . (1937) A teoria *ex ante* da Taxa de Juros: In *Lit. Econ.*, 9 (2): 165-172, 1987

- KINDLEBERGER, C.P. *Manias, Pênicos e Crashes – Uma história das crises financeiras*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.
- \_\_\_\_\_. *The World in Depression, 1929-1939*. Los Angeles: University of California Press, 1986b.
- KLEBANER; B. J. The Bank Holding Company Act of 1956. *Southern Economic Journal*. Published by: Southern Economic Association Stable. Vol. 24, No. 3 (Jan., 1958), pp. 313-326. <http://www.jstor.org/stable/1055064> .
- KREGEL, J. Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief*, n.93, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. jan. 2008.
- MADI, M.A.C. Política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana. Campinas, Instituto de Economia, Tese de Doutorado, 1993.
- MAZZUCHELLI, F. *A Contradição em Processo – O Capitalismo e suas Crises*. Campinas, SP: Unicamp, IE, 2004.
- \_\_\_\_\_. A Crise em Perspectiva: 1929 e 2008. *Novos Estudos Cebrap*. nov/2008, p. 57-66.
- MEEK, P. *Política Monetária e Mercado Financeiro nos Estados Unidos*. Rio de Janeiro: ANDIMA e APEC, 1984.
- MINSKY, H. Cental banking and money market changes. *The Quartely Journal of Economics*, Vol. LXXI, n° 2, 1957.
- \_\_\_\_\_. *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press, 1975.
- \_\_\_\_\_. *Can "It" Happen Again?* New York, M. E. Sharpe, 1982.
- \_\_\_\_\_. The evolution of financial institutions and the performance of the economy. *Journal of Economic Issues*. Lincoln, v.20, n.2, jun, 1986.
- \_\_\_\_\_. Beginnings. In: KREGEL, J. A. (org.) *Recollections of Eminent Economists*. London: Macmillan Press 1988.
- \_\_\_\_\_. Money and the lender of last resort. In: GUTTMAN, R. (ed.). *Reforming Money and Financial System*. Armonk, M. E. Sharpe, Inc. 1989.
- \_\_\_\_\_. Financial Crises: Systemic or Idiosyncratic. *Working Paper n° 51*. N.Y.: The Levy Economics Institute, 1991.
- \_\_\_\_\_. The Financial Instability Hypothesis. *Working Paper n° 74*. N.Y.: The Levy Economics Institute, 1992.
- \_\_\_\_\_. Uncertainty and the institutional structure of the economy. *Journal of Economic Issues*, Lincoln, v.30, n.2, jun. 1996.
- \_\_\_\_\_. (1976) *Stabilizing an Stable Economy*: New York: McGraw-Hill Companies. 2008.

- \_\_\_\_\_. *Securitization. Policy Note*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. 2008b.
- MINSKY, H. & WHALEN, C. J. Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 19, n° 2, Winter 1996-97, Knoxville.
- MINSKY, H. Central banking and money market changes. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXI, n° 2, 1957.
- MOORE, P. *The ABC of CDO: The Credit Guide to Collateralised Debt Obligations*. London: Incisive Media Investments, 2004.
- SAUNDERS, A. *Administração das Instituições Financeiras*. São Paulo: Atlas, 2007.
- SKIDELSKY, R. (1996). Keynes. Rio de Janeiro: Editora Jorge Zahar Editor Ltda. 1999.
- STANFORD LAW REVIEW. The Bank Holding Company Act of 1956. *Stanford Law Review*, Vol. 9, No. 2 (Mar., 1957), pp. 333-350. URL: <http://www.jstor.org/stable/1226719>.
- TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia norte-americana. In FIORI, J. L. & TAVARES, M. C. (orgs.) *Poder e Dinheiro*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1977.
- \_\_\_\_\_. *Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira*. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio De Janeiro, 1978.
- THE LEVY INSTITUTE; Minsky on the Reregulation and Restructuring of the Financial System: Will Dodd-Frank Prevent “It” from Happening Again?. *Research Project Report* | abril/2011.
- TRIFFIN, R. *O Sistema Monetário Internacional: ontem, hoje e amanhã*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.
- TYMOIGNE, E. Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part I The Evolution of Securitization. *Working Paper N° 573*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. Agosto/2009a.
- \_\_\_\_\_. Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part II The Evolution of Securitization. *Working Paper N° 573.2*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. Agosto/2009b.
- VITOLS, S. The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States. *Discussion Paper FS | 01 – 302*. Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, 2001.
- WRAY, L. R. Commercial banks, the central bank, and endogenous money. *Journal of Post Keynesian Economics*, 14(3), 1992, 297-310.
- \_\_\_\_\_. “Lessons from the Subprime Meltdown.” *Working Paper N° 522*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. Dezembro/2007.
- \_\_\_\_\_. “Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?”. *Public Policy Brief. n° 94*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. 2008.

- \_\_\_\_\_. "Minsky Crisis". *Working Paper N° 659*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. Março/2011.
- WRAY, L. R & TYMOIGNE, E. "Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment". *Working Paper N° 543*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. setembro/2008.
- ZYSMAN, J. *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the politics of industrial changes*. Londres: Cornell University Press. 1982.