



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
NÚCLEO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

LUIZ ALBERTO BASTOS PETITINGA

**AVALIAÇÃO REGIONAL DAS OPERAÇÕES INDIRETAS DO BNDES:
FATORES DETERMINANTES DA DISPONIBILIDADE MUNICIPAL
DESSES FINANCIAMENTOS**

Salvador
2019

LUIZ ALBERTO BASTOS PETITINGA

**AVALIAÇÃO REGIONAL DAS OPERAÇÕES INDIRETAS DO BNDES:
FATORES DETERMINANTES DA DISPONIBILIDADE MUNICIPAL
DESSES FINANCIAMENTOS**

Tese apresentada ao Núcleo de Pós-Graduação em Administração da Escola de Administração da Universidade Federal da Bahia, como requisito para obtenção do grau de Doutorado em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Reginaldo Souza Santos

Salvador
2019

FICHA CATALOGRÁFICA

Ficha catalográfica elaborada por Vânia Cristina Magalhães CRB 5- 960

Petitinga, Luiz Alberto Bastos.

P489 Avaliação regional das operações indiretas do BNDES: fatores determinantes da disponibilidade municipal desses financiamentos. / Luiz Alberto Bastos Petitinga - 2019.

178 p. il.; tab.; fig.; quad.

Tese (doutorado) – Universidade Federal da Bahia. Escola de Administração, Salvador, 2019.

Orientador: Prof. Dr. Reginaldo Souza Santos.

1. Crédito. 2. Banco de desenvolvimento. 3. Economia regional. 4. Economia financeira. I. Santos, Reginaldo Souza. II. Título. III. Universidade Federal da Bahia. Faculdade de Economia.

CDD 332.1

LUIZ ALBERTO BASTOS PETITINGA

**AVALIAÇÃO REGIONAL DAS OPERAÇÕES INDIRETAS DO BNDES:
FATORES DETERMINANTES DA DISPONIBILIDADE MUNICIPAL DESSES
FINANCIAMENTOS**

Tese apresentada como requisito para obtenção do grau de Doutor em Administração, Escola de Administração da Universidade Federal da Bahia.

Salvador, 24 de outubro de 2019.

Banca Examinadora

Reginaldo Souza Santos – Orientador _____
Doutor em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Campinas
Universidade Federal da Bahia

Cid Olival Feitosa _____
Doutor em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Estadual de Campinas
Universidade Federal de Alagoas

Gervásio Ferreira dos Santos _____
Doutor em Economia pela Universidade Estadual de São Paulo
Universidade Federal da Bahia

Gisele Ferreira Tiryaki _____
Doutora em Economia pela George Mason University – Estados Unidos
Universidade Federal da Bahia

Luiz Ricardo Mattos Teixeira Cavalcante _____
Doutor Em Administração pela Universidade Federal da Bahia
Senado Federal

AGRADECIMENTOS

Sinto-me honrado pela possibilidade que tive, ao longo de minha vida, de experimentar uma rica atividade profissional, combinando, em distintos momentos, vida acadêmica e exercício técnico-profissional. Isso sem dúvida me permitiu compreender melhor a importância das instituições e sua evolução na interpretação dos fenômenos econômicos e suas implicações.

Mais agraciado ainda me sinto em realizar essa tarefa de conclusão do doutorado, ao me aproximar do final da vida acadêmico-profissional, acumulando conhecimentos e maturidade que resultaram da convivência com inúmeras pessoas por todos esses anos.

Inicialmente, meu reconhecimento a Yara, companheira de sempre, que com o seu estímulo, assegurando condições emocionais e suporte prático permitiu que esse trabalho fosse concluído, lendo pacientemente o que eu escrevia.

Minhas filhas e suas famílias, pela generosa confiança em minha capacidade, proporcionando-me grande estímulo em horas de desânimo. Em especial agradeço a ajuda de Silvia na leitura dos textos em inglês.

Meus familiares, em especial minha mãe (em memória) e meu pai que proporcionaram a base de minha formação como pessoa e profissionalmente.

Ao meu orientador e amigo, pela confiança depositada em mim, estimulando-me sempre a seguir adiante, afirmando que o projeto estava bem traçado e dando-me liberdade nas escolhas das referências teórico-metodológicas.

Ao professor e colega Gervásio que, pacientemente, me ajudou com seu conhecimento no uso do ferramental econométrico.

À cunhada Eliana, que apesar de se encontrar a milhares de quilômetros de distância forneceu também grande ajuda na leitura dos textos em inglês.

À Marileide, aluna do mestrado em economia que construiu o banco de dados, sem o qual não seria possível a pesquisa empírica.

À minha irmã Laura que apesar das muitas ocupações dedicou-se a revisão do vernáculo.

À Vânia, bibliotecária da Faculdade de economia, pela ajuda nas partes relativas ao seu domínio profissional.

À Anaélia, secretária do NPGA, pelo seu desempenho no suporte aos alunos, alertando-os sempre no cumprimento de prazos, e formalização de atos.

Agradeço aos professores do NPGA, com os quais convivi na condição de aluno, assim como aos colegas pelo enriquecedor convívio. Não esquecendo os coordenadores desse Programa, durante o período em que estive a ele vinculado.

Por fim agradeço aos colegas da Faculdade de Economia, com os quais tive oportunidade de discutir meu projeto e pelas suas contribuições, eximindo-os de responsabilidade pelos equívocos, eventualmente cometidos em minhas análises.

Toda teoria é simplificação, abstração e estilização. A teoria não espelha a realidade; extrai as **características salientes que expressam a essência dessa realidade, do mesmo modo como um** artista pode usar apenas umas poucas linhas para sugerir tanto forma quanto sentimento.

Victoria Chick (1983)

PETITINGA, Luiz Alberto Bastos. Avaliação Regional das Operações Indiretas do BNDES: Fatores Determinantes da Disponibilidade Municipal desses Financiamentos. 2019. Orientador: Reginaldo Souza Santos. 178 p. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2019

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é avaliar os efeitos da concessão de financiamentos do BNDES, na modalidade operações indiretas, ou seja, aquelas realizadas através de agentes. Esse tema se justifica, de um lado, pela importância desse banco no financiamento dos investimentos no país, do outro, por essa modalidade operacional permitir a difusão dos financiamentos do BNDES, em todo território nacional, beneficiando, principalmente, as pequenas e médias empresas. Outro aspecto importante é que as operações indiretas representaram, nos últimos quinze anos, mais da metade do total dos financiamentos dessa instituição. Devido à relevância dessa fonte de financiamento do investimento e à modalidade utilizada para sua difusão territorial, envolvendo a participação do Sistema Financeiro Nacional, a oferta local de financiamentos tende a ser influenciada pelo comportamento bancário. Os bancos competem por margens de mercado e buscam, através de suas operações, constituírem uma carteira de ativos que gerem o maior retorno no tempo, aos seus controladores e gestores, em um ambiente de incerteza. Esse procedimento termina por interferir na disponibilidade do crédito. Para realizar a análise dessas questões será adotada uma abordagem pós-keynesiana, que contempla elementos capazes de dar conta das implicações do comportamento da firma bancária, sobre a oferta de crédito e, em particular, dos financiamentos, através de repasses do BNDES. A literatura aponta que esses problemas na oferta de crédito ocorrem, tanto no espaço nacional, quanto regional. Visando avaliar as limitações na oferta regional de financiamentos do BNDES, em decorrência da conduta das instituições financeiras, foi utilizada uma série anual de dados financeiros e econômicos para os municípios brasileiros, com os quais se construíram variáveis, a serem testadas, com o uso de um modelo econométrico. Os principais resultados extraídos dos testes são: primeiramente, a importância da incerteza como fator determinante da disponibilidade regional dos financiamentos, pela rede bancária que se torna maior, quanto menor é o município; e a importância do PIB per capita, como elemento estrutural na explicação dessa oferta de financiamentos, validando a relevância dessa variável, que expressa uma situação de maior bem estar da sociedade local.

Palavras-chave: Teoria Monetária. Teoria Pós-keynesiana. Finanças Regionais. BNDES. Financiamento do Desenvolvimento

PETITINGA, Luiz Alberto Bastos. Regional Evaluation of BNDES Indirect Operations: Factors Determining the Municipal Availability of these Financing. 2019. Advisor: Reginaldo Souza Santos. 178 p. Thesis (Doctorate in Business Administration) - School of Business, Federal University of Bahia, Salvador, 2019

ABSTRACT

The objective of this research is to evaluate the effects of the granting of BNDES financing, in the indirect operations modality, that is, those performed through agents. This theme is justified, in one way, by the importance of this bank in financing investments in the country, and in the other, by the fact that this operating mode allows the diffusion of financing of BNDES throughout the national territory, benefiting mainly small and medium enterprises. Another important aspect is that indirect operations in the last fifteen years represented more than a half of the total financing of this institution. Due to the relevance of this source of investment financing and the modality used for its territorial diffusion, involving the participation of the National Financial System, the local supply of financing tends to be influenced by the banking behaviour. The Banks compete for market share and seek through their operations, to build a portfolio of assets that generate the greatest return in a gap time for their controllers and managers in an environment of uncertainty. This procedure ends up interfering with credit availability. To carry out an analysis of these issues, a post-Keynesian approach will be adopted, addressing the resources that contain the implications of the bank behaviour, on credit supply and, in particular, on lenders, through BNDES onlending. The literature indicates that these problems in credit supply occur both nationally and regionally. In order to evaluate BNDES regional funding offer permissions, due to the conduct of financial institutions, an annual series of financial and economic data was used for the Brazilian municipalities, with which variables are constructed and tested using an econometric model. The main results extracted from these tests are: the importance of uncertainty, as a determining factor in the regional availability of financing by the banking network, which becomes larger, the smaller the municipality; and the importance of per capita GDP as a structural element in explaining this financial supply, validating its relevance as an expression of the degree of intensity of local economic activity.

Keywords: Monetary Theory. Post Keynesian Theory. Regional Finances. BNDES. Development Financing

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1	Efeitos estrutural e comportamental.....	98
Gráfico 1	Comportamento do PIB, das concessões de crédito com recursos de repasses e com recursos livres, em número índice.....	122
Quadro 1	Caracterização das variáveis utilizadas.....	137
Figura 2	Preferência pela liquidez 2002 e 2012.....	141
Figura 3	Coefficiente de variação das provisões (modular) 2002 e 2012.....	143
Gráfico 2	Efeito relativo da interação da dummy regional e da incerteza.....	148
Gráfico 3	Efeito relativo da interação da dummy regional e do log do PIB per capita.....	150

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Taxas de crescimento da formação bruta de capital, dos desembolsos do sistema BNDES e participação dos desembolsos do sistema BNDES na formação bruta de capital.....	119
Tabela 2	Participação percentual das operações diretas e indiretas, no total das aprovações do sistema BNDES.....	120
Tabela 3	Participação percentual dos maiores agentes do BNDES na contratação de operações indiretas.....	121
Tabela 4	Taxa de crescimento das operações de repasses com recursos do BNDES, das operações de crédito com recursos livres, a preços constantes, e razão entre recursos livres e repasses com recursos do BNDES.....	123
Tabela 5	Participação percentual dos depósitos totais e das obrigações por repasses das instituições financeiras em seus passivos, e razão entre saldo de crédito por repasses e do saldo das obrigações por repasses.....	124
Tabela 6	Principais estatísticas descritivas das variáveis utilizadas.....	140
Tabela 7	Participação dos dois por cento dos municípios, com maiores participações no total dos financiamentos do BNDES via agentes, por estado, 2002 e 2012.....	141
Tabela 8	Resultados da regressão padrão, com inclusão da dummy de tendência e da dummy regional multiplicativa e sua interação com a variável de incerteza.....	147
Tabela 9	Resultados da regressão padrão, com a inclusão da dummy de tendência e da dammy regional multiplicativa e sua interação com o log do PIB per capita.....	149
Tabela 10	Estimação em painel dinâmico com variação Regional no cvprov.....	151
Tabela 11	Estimação em painel dinâmico com variação Regional no PIB.....	152

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
2 A DEMANDA POR MOEDA, A FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS E A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ EM KEYNES.....	20
2.1 INTRODUÇÃO.....	20
2.2 A DETERMINAÇÃO DO NÍVEL DE PREÇOS EM UMA ECONOMIA MONETÁRIA.....	24
2.3 A QUANTIDADE DE MOEDA E O NÍVEL DE PREÇOS DOS BENS DE CONSUMO.....	32
2.4 A TAXA DE JUROS E A DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO.....	34
2.5 A TAXA DE JUROS E A COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA SOCIEDADE.....	37
2.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	53
3 TEORIA DA FIRMA BANCÁRIA.....	55
3.1 ALGUNS ASPECTOS FACTUAIS.....	55
3.2 O PARADIGMA NEOCLÁSSICO.....	57
3.3 O RACIONAMENTO DE CRÉDITO COMO CONDUTA ÓTIMA DO SISTEMA BANCÁRIO.....	60
3.4 CONTRIBUIÇÕES PÓS-KEYNESIANAS À TEORIA DA FIRMA BANCÁRIA	69
4 O Tratamento da Moeda na Economia Regional.....	85
4.1 ALGUMAS CONCEPÇÕES TEÓRICAS DA ANÁLISE REGIONAL.....	85
4.2 ANÁLISE REGIONAL DA MOEDA E DO CRÉDITO.....	92
5 O BNDES E AS OPERAÇÕES INDIRETAS.....	109
5.1 A CONSTITUIÇÃO DO BNDES E O PROBLEMA DO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO.....	109
5.2 AS OPERAÇÕES INDIRETAS E AS RELAÇÕES COM O SISTEMA FINANCEIRO.....	117
6 ANÁLISE EMPÍRICA.....	126
6.1 DEFINIÇÕES METODOLÓGICAS.....	129
6.2 ESPECIFICAÇÕES ECONOMETRICAS.....	125
6.3 A METODOLOGIA DE ESTIMAÇÃO.....	133
6.4 BANCO DE DADOS.....	135
6.5 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	139

6.6 RESULTADOS DAS ESTIMAÇÕES ECONÔMICAS.....	144
7 CONCLUSÕES.....	153
REFERÊNCIAS.....	160
APÊNDICE A - Estatística espacial.....	166
APÊNDICE B - modelo padrão com dummies de tempo.....	166
APÊNDICE C - Estimação Poisson.....	176
APÊNDICE D - Teste Hausman.....	178

1 INTRODUÇÃO

Os sistemas financeiros desenvolveram-se e se integraram mundialmente, contando com as possibilidades criadas pela tecnologia da informação e comunicação. Esta plataforma de trabalho possibilitou a multiplicação das transações financeiras, que passaram a ser negociadas em mercados globais.

A consequência dessa evolução foi a maior mobilidade de uma massa gigantesca de excedente financeiro em busca de oportunidades de se rentabilizar. Por sua vez, esse volume de recursos exigiu a diversificação de ativos e passivos correspondentes, ampliando a alavancagem dos agentes, sem que essa correspondesse, necessariamente, à ampliação dos investimentos, e, assim, da renda e do emprego, situação já observada por Chick (1994, p.19). Talvez tenha-se aí um importante fator de instabilidade da economia contemporânea, ilustrado nas recorrentes bolhas especulativas.

Nesse complexo universo das finanças nosso propósito é discutir a questão do crédito no Brasil, particularmente aquele voltado para o financiamento do investimento, que tem no BNDES sua principal fonte supridora de fundos.

A academia tanto nos Estados Unidos, quanto na Europa e no Brasil tem gerado uma vasta literatura sobre finanças regionais, a partir das diversas perspectivas teóricas, apresentando evidências empíricas e explicações para as diferenças na disponibilidade regional de crédito, assim como os fatores que gerariam sua maior volatilidade em determinadas regiões, comparativamente, a outras.

Boa parte desses estudos, ao introduzir a moeda e o crédito na análise regional, tende a enfatizar o lado da demanda, em particular o efeito das diferenças nas estruturas produtivas, atribuindo a existência de outros fatores não explicados às falhas de mercado. As diferenças estruturais explicariam a capacidade de resposta do produto ao incremento do investimento, na ausência de falhas no mercado de crédito, como salienta Rodríguez-Fuentes (2006, p.4).

No curto prazo o elemento que tende a restringir a mobilidade dos fluxos financeiros são essas imperfeições de mercado, elevando relativamente os *spreads* do crédito em algumas regiões, conforme comenta Dow (1987 b, p. 16).

Nesses modelos, os bancos, que representam o lado da oferta, reagem passivamente à demanda, buscando maximizar o retorno líquido de seus ativos, dada a disponibilidade dos fundos. Assim, a possibilidade de as instituições financeiras afetarem as condições de crédito é atribuída a imperfeições de mercado que não permitem uma plena mobilidade dos fluxos financeiros de modo que os preços reflitam as informações disponíveis, situação que tenderia a ser transitória como aponta Paula (1999, p. 10/11), em uma análise crítica dessa concepção.

No desenvolvimento de nossa tese adotaremos uma perspectiva analítica pós-keynesiana, que implica o reconhecimento de que os bancos expandem ou contraem o crédito a partir de suas estratégias de obtenção de um maior lucro médio por unidade de ativo. Tal estratégia exige a permanente administração, simultaneamente, de ativos e passivos, em um ambiente de intensa concorrência e de incerteza fundamental, em relação à taxa de juros futura, valor dos ativos e sua liquidez (PAULA, 1999, p. 15/16). Admitida a existência desse comportamento no plano nacional, torna-se difícil desconhecê-lo no plano regional. Essa proposição não implica ignorar os fatores estruturais na determinação da disponibilidade de crédito, mas a compreensão de que tal disponibilidade resulta de uma combinação de fatores reais, comportamentais e institucionais.

Aprofundando a questão do financiamento do investimento no Brasil, o primeiro aspecto a destacar é a relevância do Sistema BNDES no financiamento do investimento, desde sua criação. Inicialmente viabilizando-os em áreas de infraestrutura, com sua consolidação seu apoio financeiro é ampliado para quase todas as atividades econômicas, em todo território nacional. No final da década passada, a participação dos desembolsos do Sistema BNDES alcançou um quinto da formação bruta de capital, em alguns anos¹. Tais informações revelam o quanto os investimentos no país dependem desse Banco, em especial aqueles realizados pelas pequenas e médias empresas, que não dispõem de condições de captação direta no mercado interno e externo de capitais.

¹ Ver dados na Tabela 1, p. 119. Vale ressaltar que as estatísticas de formação bruta de capital, contemplam investimentos que não representam, necessariamente, ampliação da capacidade de oferta empresarial de bens e serviços, implicando em que não sejam financiáveis pelo BNDES, conforme suas normas. Além disso, uma parcela desses financiamentos representa aporte de capital de giro. A primeira consideração leva a subestimação do peso do BNDES no financiamento dos investimentos empresariais, enquanto a segunda contribui para a superestimação.

Nosso propósito não é a discussão das razões que levaram o BNDES a assumir tal protagonismo no financiamento do investimento. Esse debate, apoiado em variados fundamentos teóricos, encontra-se bastante trabalhado na literatura econômica brasileira, como comentaremos adiante.

Pretendemos discutir as implicações da preponderância dos bancos nacionais, nos repasses do BNDES, sobre a disponibilidade regional desses recursos. Essas operações tornaram-se relevantes não só na difusão territorial das operações do BNDES, mas também, com o passar do tempo, chegam a representar cerca de metade das operações totais dessa instituição.

As operações indiretas, instituídas em meados da década de sessenta do século passado, estabeleceram um estreito vínculo do BNDES com as instituições operacionais do Sistema Financeiro Nacional - SFN, no momento em que este se encontrava em processo de estruturação, orientado pelas reformas financeiras da metade da década de 60 do século passado. Esse fato, possivelmente, contribuiu para dispensar os bancos do risco de fornecer *finance* às empresas e posteriormente promover sua conversão em *funding*, através da captação no mercado.

Os dados disponíveis demonstram, também, o quanto as operações indiretas são relevantes para o sistema bancário brasileiro. Essa importância resulta do fornecimento, pelo BNDES, de recursos de maior prazo, custo bem abaixo do de mercado e sem risco cambial, diferentemente dos repasses externos. Entre 2006 e 2012, os repasses desse banco estiveram sempre acima dos 40% e, em alguns anos, situaram-se em torno de 50% das obrigações por repasses do sistema bancário². A concentração dos repasses do BNDES nos grandes bancos nacionais³ coloca, entretanto, alguns problemas para a oferta regional desse financiamento que merecem uma abordagem teórica e um teste empírico, para obtenção de resultados consistentes.

² Tabela 5, p. 121. Deve-se destacar que essa retração da participação relativa dos repasses externos, principal fonte de repasses concorrente com os recursos do BNDES, ocorre a despeito do ambiente macroeconômico mais favorável, ilustrado na redução do risco Brasil e na menor volatilidade da taxa de câmbio.

³ Tabela 3, página 120

Primeiro a submissão desses recursos à lógica bancária de administração de ativos e passivos, visando à obtenção do máximo lucro possível, em um ambiente de incerteza, que tende a aumentar a preferência pela liquidez. Quando transportamos esse comportamento para o ambiente regional, vários fatores tendem a provocar uma diferenciação da incerteza. A superposição das escolhas de carteira, com as percepções regionalmente diferenciadas do ambiente de negócios locais, agrava a disponibilidade regional de financiamentos.

Segundo, considerando os argumentos da teoria do racionamento de crédito, em que a experiência entre banco e cliente gera um conjunto de informações não compartilhadas pelo mercado, levando a que: a) dois clientes quaisquer não sejam substitutos perfeitos no mercado e; b) cláusulas contingenciais fazem com que o cliente mantenha-se vinculado a uma dada instituição financeira (STIGLITZ e WEISS, 1980, p. 5)

Esse conjunto de problemas relacionados à estratégia concorrencial bancária tende a dificultar a oferta regional de financiamento. Incorporam-se a esses a maior volatilidade da economia regional, os fluxos financeiros cronicamente deficitários de algumas regiões, e o volume e a qualidade das informações sobre os negócios. A consequência é que a oferta regional de financiamentos do BNDES tenderia a flutuar relativamente mais que o ciclo dos negócios, à medida que depende do comportamento dos bancos, ante uma avaliação, que incorpora elementos subjetivos, em relação à incerteza, assim como quanto ao valor e retorno dos ativos locais.

Partindo dos problemas que interferem na disponibilidade regional dos financiamentos do BNDES, através das operações indiretas, elaboramos a hipótese da tese. A forma de difusão espacial dos financiamentos do BNDES, através do sistema bancário, provoca o surgimento de viés regional em sua disponibilidade, entendido como um volume de financiamentos que não é totalmente explicado pelas diferenças nas estruturas produtivas locais, refletidas no nível de demanda. Dentre esses fatores destacamos os diferentes graus de incerteza que representariam a principal explicação para maior volatilidade dos financiamentos em algumas regiões, independentemente, do risco específico de uma dada operação.

Esse comportamento bancário faz com que o SFN não seja eficiente na perspectiva desenvolvida por Studart (1995-96), à medida que não explora suas possibilidades de oferta de crédito, de modo estável, contribuindo para o desenvolvimento econômico.

Esse trabalho se diferencia dos que serão objeto de análise nesta tese, por abordar uma forma particular de crédito, cujos recursos não se originam de captações dos bancos no mercado, e sim de fundos públicos, em particular aqueles administrados pelo BNDES⁴. Essa modalidade de operação requer um tratamento das implicações da preferência pela liquidez do sistema bancário, diferente da que é costumeiramente realizado na literatura pós-keynesiana.

Nesse caso, é possível supor que a preferência pela liquidez, ao invés de restringir a oferta de financiamentos, tenderia a estimulá-la à medida que permitiria ao sistema bancário contar com recursos mais estáveis para compor carteiras mais líquidas e de menor risco, em contraposição às distintas modalidades de depósitos captados no mercado, de menor prazo, mais voláteis e custo, em alguns casos, mais elevado. Por sua vez, o banco repassador dos financiamentos do BNDES terá que levar em consideração o risco do tomador e a incerteza do ambiente de negócios ao realizar um novo financiamento, visto que necessitará honrar os compromissos contratuais, no vencimento, junto ao banco ofertante primário dos recursos e obter um lucro que contribua na composição do lucro médio por unidade de ativo.

Esse trabalho, portanto, complementa as abordagens anteriores das diferenças regionais na disponibilidade crédito atribuídas à preferência pela liquidez dos agentes, às estratégias competitivas da firma bancária em ambientes de incerteza, e aos fluxos financeiros inter-regionais, à medida que destaca o caráter diferenciado dos financiamentos pelos repasses de recursos, administrados por um banco público que assume, nessas operações, o papel de um banco de segunda linha.

⁴ A literatura teórica e as técnicas bancárias definem o crédito como a disponibilidade de liquidez a um dado tomador, tendo como contrapartida a assunção de uma obrigação, a ser liquidado em dado tempo e tendo como exigência contratual um colateral. Existem duas formas de concessão de crédito, os empréstimos e os financiamentos. No primeiro caso a disponibilidade de liquidez não está vinculada a um uso específico por parte do tomador, diferentemente, dos financiamentos.

Propõe, portanto, com o uso do mesmo ferramental teórico, utilizados nos trabalhos já realizados, testar, no caso dos financiamentos através dos repasses do BNDES, a validade de um conjunto de variáveis proxies definidas teórica e empiricamente.

Demonstraremos, com base em dados municipais obtidos junto ao Banco Central do Brasil, BNDES, IBGE, MIDIC e MTB, a existência de limitações de acesso aos financiamentos do BNDES. Para tanto, serão construídas algumas variáveis, a partir desses, a serem testadas com o uso de um modelo econométrico de dados em painel, com o objetivo de validar ou negar nossa hipótese.

Além dessa introdução a tese é constituída de mais seis capítulos que buscam construir, a partir de uma abordagem teórica, os fundamentos necessários à validação da hipótese, com o uso de testes econométricos, fundado em variáveis construídas com base em um banco de dados construído para esse fim.

O segundo capítulo discutirá as duas principais obras de Keynes visando identificar os aspectos relevantes que servem de referência às análises regionais pós-keynesianas da moeda e do crédito, enfatizando o conceito de incerteza e a conseqüente preferência pela liquidez dos agentes.

O terceiro capítulo traz uma rápida revisão da teoria da firma bancária, com ênfase na análise pós-keynesiana, de modo a facilitar o entendimento das controvérsias sobre a moeda e o crédito, na perspectiva regional.

O quarto capítulo discute as divergências sobre a disponibilidade regional da moeda e do crédito e seu poder explicativo das diferenças regionais de renda e emprego, enfatizando o pressuposto de que a moeda e o crédito são afetados por diferenças regionais de incerteza, preferência pela liquidez e grau de desenvolvimento do mercado financeiro.

O quinto capítulo, considerando as condições históricas que levaram à constituição do BNDES, destaca sua importância no financiamento do investimento e o significado das operações indiretas, realizadas, principalmente, pelo sistema bancário, possibilitando elementos para o desenvolvimento do problema e da hipótese de nossa pesquisa.

O sexto capítulo apresenta os aspectos metodológicos da pesquisa, o teste econométrico e seus resultados.

Por fim, no capítulo sétimo, apresentamos as principais conclusões do teste empírico, fundamentadas em toda construção teórico metodológica.

2 A DEMANDA POR MOEDA, A FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS E A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ EM KEYNES

2.1 INTRODUÇÃO

As duas principais obras de Keynes, o Tratado sobre a Moeda (1930) e a Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936), são objetos de ampla discussão na literatura⁵, visando encontrar pontos de convergência, que caracterizem continuidade evolutiva, ou rupturas que indiquem, por exemplo, a negação dos postulados iniciais.

Nosso propósito não é discutir, em profundidade, as questões teórico-metodológicas das duas obras e sim, buscar fundamentos, em ambas, sobre o papel da moeda e de que modo sua expansão, via crédito bancário é capaz de afetar o nível de preços e de renda.

Inicialmente, é possível afirmar que o elo mais importante entre as duas obras e outros textos de Keynes seja a sempre presente preocupação em explicar o funcionamento de uma economia contemporânea de produção para troca, em que a moeda é o denominador comum do valor de todas as mercadorias (incluindo ativos não produtíveis), portanto, o instrumento no qual os preços são denominados, além do fato de sua existência poder afetar muitas decisões.

Ele viu, como nós, uma economia industrial, de forma capitalista, com um sofisticado sistema financeiro para preencher a lacuna entre a posse do capital por uns poucos e a necessidade de uma ampla fonte de fundos para financiar essa posse: uma economia monetária de produção (CHICK, 1993, p. 4).

Será indispensável, ainda que de forma sumária, citar algumas referências teórico-metodológicas, em um comparativo entre as duas obras. Para vários autores, um ponto fundamental a distinguir o livro de 1930 do de 1936 é o fato de que, no primeiro, Keynes trabalha com o método do desequilíbrio, enquanto no segundo com o do equilíbrio, conforme assinala Amitrano (2005, p.1), citando Amadeu.

⁵ Alguns autores que contribuíram para a análise comparativa das obras de Keynes, Milgate (1983), Ertürk (1996), Amadeu (1986), Garegani (1978), Patinkin (1977) Kregel (1976), Chick (1991) em Amitrano, 2005.

A ênfase na análise dinâmica do funcionamento de uma economia monetária fica evidente quando, ainda no prefácio, ele enfatiza seu propósito ao longo dos Livros III e IV do Tratado.

My object has been to find a method which is useful in describing, not merely the characteristics of static equilibrium, but also those of disequilibrium, and to discover the dynamical laws governing the passage of a monetary system from one position of equilibrium to another (KEYNES, 2012, p. xvii).

É possível que a própria noção de lucro ou perda, como elementos que não fazem parte da renda, e que surgem da diferença entre preço esperado - quando da decisão empresarial de produzir - e preço corrente - quando da realização do produto - demonstre bem essa busca de elementos dinâmicos do processo. Como salientaremos mais adiante, o surgimento do lucro tornar-se-á decisivo no processo de modificação nos níveis de preço, e motivo da decisão de investir.

Em outro ponto, Amitrano citando Milgate, destaca a diferença entre as duas obras, com relação à variável que permite o equilíbrio entre poupança e investimento.

Milgate (1983) vai além e afirma que a diferença entre as duas obras se situa no plano teórico, mais precisamente, no mecanismo que permite o equilíbrio entre poupança e investimento: no Tratado, a taxa de juros, enquanto na Teoria Geral, a renda (AMITRANO, 2005, p. 1).

Vale destacar a concepção bastante original de equilíbrio presente na Teoria Geral. Nela, não se identifica, plenamente, nem a visão marshalliana do equilíbrio parcial, nem a walraisana de equilíbrio geral, mas traços de ambas, na análise do processo, com uma nítida diferença de que todos os componentes desse processo estão em movimento. Como tudo se encontra em movimento, com eventos em um mercado afetando as condições iniciais de outros, nem mesmo os modelos dinâmicos, com defasagens nas equações comportamentais atenderiam a análise pretendida.

Para Keynes não bastava considerar os efeitos de uma mudança no “sistema”, permitindo que essa mudança alcance o equilíbrio, pois isso

impediria a introdução de novas informações de outras partes do sistema à medida que ele evoluísse no tempo (CHICK, 1993, p. 18).

Outro aspecto a salientar é a própria noção de equilíbrio, divergente da visão dos economistas contemporâneos de Keynes. Sua visão de equilíbrio macroeconômico ou de um dado mercado não implicava uma situação em que as forças atuantes nesse mercado manter-se-iam em repouso, após maximizarem sua utilidade e seu lucro, mas sim, uma situação estabelecida para vigor em certo período, dada as informações disponíveis, a exemplo do processo de contratação e o tempo de produção no mercado de trabalho.

[...] as empresas decidem no início do período quantos empregos oferecerão ao salário corrente, e nenhuma oportunidade de recontração é dada ao trabalhador, se por tal salário há menos empregados do que elas gostariam. Se fosse possível a recontração, as empresas talvez preferissem mais mão de obra por um salário menor, mas a oferta foi feita e aceita pelos afortunados. Os demais ficarão desempregados e a situação permanecerá assim até que os empresários tenham razões para mudar de ideias (CHICK, 1993, p. 24).

Ainda que existam elementos que asseguram um nexos de continuidade nessas obras, a exemplo dos determinantes da poupança e do investimento, e o papel das expectativas, ele utilizará, no primeiro caso, explicações distintas, mas que se complementam, para apresentar as dificuldades do equilíbrio ex ante.

No tratado, o nível de preço dos bens de consumo será sempre perturbado à medida que a divisão do produto entre bens de consumo e bens de capital não obedece à mesma proporção que a divisão da renda entre consumo e poupança. Enquanto a poupança é determinada pela renda corrente dos indivíduos e a taxa de juros, o investimento empresarial é determinado pela comparação do fluxo de renda esperada, descontado pela taxa de empréstimos, com o preço de venda dos bens de capital. Portanto, a existência de motivações e tempos distintos nas decisões que são tomadas por diferentes agentes seria o elemento fundamental.

Na Teoria Geral a propensão marginal a consumir é a variável que explica a diferença entre renda e consumo, ou seja, a poupança que, apenas em condições excepcionais, se

transformaria integralmente em investimento, assegurando a prevalência da Lei de Say. O que levaria, então, a poupança a não se transformar em investimento? De um lado, a incerteza cujo abrigo é a preferência pela liquidez que se relaciona com a taxa de juros que, por sua vez, é formada pela interação entre estoque de títulos e moeda.

Isto ocorre porque a preferência pela liquidez, e, mais precisamente, o processo de determinação da taxa de juros está associado à interação entre o **estoque de títulos** (securities) e o **estoque de moeda**, de modo que é perfeitamente possível que a taxa de juros que equilibra estes estoques seja diferente daquela que porventura pudesse equilibrar os **fluxos de poupança e investimento** (AMITRANO, 2005, p. 18).

Tem-se acima uma das explicações para a inexistência de qualquer relação entre o valor das transações com ativos financeiros – o que necessariamente afeta a taxa de juros - e o valor do capital fixo transacionado. Enquanto as transações entre títulos e moeda envolvem, principalmente, o estoque existente, as transações com capital fixo expressam um fluxo, os investimentos, contra a nova poupança⁶.

Em razão da preocupação fundamental de Keynes no Tratado ser a explicação de como a quantidade de moeda afeta os níveis de preço, através de complexas mediações, impossíveis de serem captadas via teorias quantitativas da moeda, ele irá mais além, na análise dos sistemas monetários. Isso explica a ampla abordagem sobre formação do complexo de taxas de juros, funções da moeda e funcionamento do sistema bancário, na obra de 1930.

Já na Teoria Geral, a preocupação fundamental será demonstrar a possibilidade de equilíbrio aquém do pleno emprego. Dessa forma, seu ponto de partida será a crítica ao que Keynes denomina de postulados da economia clássica⁷, relacionados aos seguintes fundamentos que são solidários na definição do equilíbrio geral: o salário real igual à desutilidade marginal da enésima unidade de trabalho; a inexistência do desemprego involuntário; e a chamada Lei de

⁶ Este assunto será melhor explicado adiante.

⁷ Keynes denominava clássicos todos os economistas que o antecederam, cuja concepção sobre a moeda e sua relação com as variáveis reais, diferia da dele. Ai incluíam-se os verdadeiros clássicos e os neoclássicos, como se denomina na literatura contemporânea sobre o pensamento econômico. Devemos estabelecer uma qualificação nessa designação de Keynes, visto que Marx e alguns pós-marxistas já enxergavam um papel mais relevante da moeda e do crédito, em uma economia capitalista.

Say. Segundo o autor, o questionamento de qualquer um desses postulados põe por terra toda a noção de equilíbrio conforme a tradição clássica.

A teoria clássica supõe, em outras palavras, que o preço de demanda agregada (ou produto) sempre se ajusta ao preço de oferta agregada, de tal modo que, seja qual for o valor de N , o produto D adquire um valor igual ao preço de oferta agregada Z que corresponde a N . Isto quer dizer que a demanda efetiva, em vez de ter um único valor de equilíbrio, comporta uma série infinita de valores todos igualmente admissíveis e que o volume de emprego é indeterminado, salvo à medida que a desutilidade marginal do trabalho lhe fixe um limite superior (KEYNES, 1983, p. 30).

Keynes, ao subordinar o nível de emprego N a uma dada magnitude da oferta agregada Z , mediante a qual os empresários, coletivamente, esperam obter um lucro máximo das vendas, determina a impossibilidade de distintos níveis de renda, associados a distintos patamares de emprego, absorverem qualquer nível de produto. Ou seja, o equilíbrio entre nível de oferta agregada e demanda agregada, resultante da renda (demanda efetiva), determinam um único nível de emprego. Isso resulta do fato de que nem os salários nominais são flexíveis, nem o desemprego involuntário é inexistente.

Retomando o ponto inicial dessa análise, é necessário reafirmar a preocupação central, isto é, destacar o papel da moeda, os elementos que interagem na determinação da taxa de juros, o papel dos bancos na oferta monetária e, portanto, do crédito.

Alguns elementos importantes da demanda por moeda e seu equilíbrio momentâneo com uma dada oferta são as informações disponíveis, seu caráter volátil, gerando incertezas às decisões dos agentes e a preferência pela liquidez. Esses componentes, como veremos, são capazes de afetar a oferta monetária pelos bancos, a disponibilidade de crédito e, conseqüentemente, os investimentos. Se tal fenômeno é observado em uma perspectiva macroeconômica, não há razão nenhuma para supor que não ocorram regionalmente.

2.2 A DETERMINAÇÃO DO NÍVEL DE PREÇOS EM UMA ECONOMIA MONETÁRIA

A questão do nível de preços e sua relação com a quantidade de moeda é um problema recorrente na teoria econômica, sendo objeto de grandes discussões e controvérsias, assim como tantos outros temas, conduzindo nesse caso, necessariamente, a outras questões como demanda por moeda, e outros ativos, formação da taxa de juros e comportamentos do público e bancário.

No Tratado Keynes estabelece, com base na formulação das equações fundamentais que o nível de preço dos bens de consumo depende do coeficiente de produtividade, do custo unitário dos fatores empregados e da diferença entre custo de produção do novo investimento e a poupança. Estabelece, portanto, uma relação em que o nível de preço dos bens de consumo estará em equilíbrio, se o rendimento médio dos fatores de produção crescer na mesma proporção que a produtividade e se o custo de produção do novo investimento for igual à poupança. Assim após algumas simplificações obtém-se:

$$P = \frac{1}{e} \cdot W + \frac{I' - S}{R} \quad (1)$$

onde P é o nível de preço dos bens de consumo; e o coeficiente de produtividade; w o custo unitário dos fatores, I' o custo de produção do novo investimento; S a poupança e R a quantidade ofertada e consumida de bens finais e serviços.

Desse modo, como destaca o autor, o nível de preços dos bens de consumo, ou seu inverso (o poder de compra da moeda), é determinado de forma completamente independente do nível de preço dos bens de investimento (distinto do custo dos bens do novo investimento, considerado na equação) (KEYNES 2012, p. 123)⁸.

Para ele, o nível de preço dos bens de consumo será sempre perturbado à medida que a divisão do produto entre bens de consumo e bens de capital não obedeça à mesma proporção que a divisão da renda entre consumo e poupança. A principal dificuldade dessa proporcionalidade se verificar é que a decisão de quanto consumir, por parte da comunidade, é independente da decisão empresarial de quanto produzir em bens de consumo e bens de investimento.

⁸ Tradução de nossa autoria. O autor ressalta que a definição de capital real ou riqueza material da sociedade envolve o capital fixo em uso, os estoques de produtos acabados e em elaboração tomados pela ótica da oferta que, na ausência de lucros ou perdas e tributos já determinaram a renda.

For workers are paid Just as much when they are producing for investment as when they are producing for consumption; but having earned their wages, it is they Who please themselves whether they spend or refrain from spending them on consumption. Meanwhile, the entrepreneurs have been deciding quite independently in what proportions they shall produce the two categories of output (KEYNES, 2012, p.123).

Têm-se, portanto, diferenças tanto entre as distintas motivações dos agentes, devido aos distintos papéis que esses desempenham na atividade econômica, quanto ao momento das decisões.

Para chegar ao nível geral de preços que envolvem preço dos bens de consumo e dos bens de investimento Keynes assumirá, em um primeiro momento, que o nível de preço do segundo é dado. Isso porque os elementos determinantes desses preços são elementos ainda não considerados na análise (embora em seguida ele retire essa restrição), assim, após diversas operações, ele chega à seguinte equação:

$$\pi = \frac{1}{e} \cdot W + \frac{I - S}{O} \quad (2)$$

onde π é o nível geral de preços; I é o valor do novo investimento (ótica do mercado); e O é o produto. Assim, o nível geral de preços depende, como na equação (1), do rendimento médio dos fatores e do coeficiente de produtividade, mas o segundo termo seria, nesse caso, a diferença do valor do novo investimento (distinto do custo de sua produção) para a poupança, como proporção do produto total.

Tanto na definição do nível de preço dos bens de consumo, quanto na definição do nível geral de preços, os elementos subjacentes são o poder de comando da moeda sobre o trabalho (quantas unidades de trabalho padrão uma unidade monetária pode contratar) e o poder de comando sobre o consumo (quantas unidades do bem de consumo padrão uma unidade monetária pode adquirir). Ou seja, o padrão monetário e sua quantidade se relacionam com questões objetivas do processo de produção em uma sociedade capitalista, diferentemente do que expressa a visão quantitativista da moeda, em que o volume de transações por unidade monetária é o elemento central.

Para Keynes, diferentemente, o padrão de medida relevante seria aquele relacionada ao poder de comando da moeda sobre o trabalho (labour Power

of money), por um lado, e ao poder de comando da moeda sobre o consumo (purchasing Power of Money), por outro (AMITRANO 2005, p. 4).

Um aspecto importante na análise da determinação dos preços é o tratamento dos lucros, ou perdas empresariais, como uma grandeza que não constitui a renda da sociedade (KEYNES 2012, p. 111)⁹. Assim os lucros representam a diferença entre o valor do produto pela ótica de mercado e a renda da comunidade. Apenas a remuneração do empresário pela propriedade do capital ou seu esforço na condução dos negócios constitui parte da renda. Nessa análise, portanto, o surgimento de lucros ou perdas não afetaria o nível de poupança, porém contribui para o incremento da riqueza nacional, em dado período, tornando-se, sua ocorrência, fator de desequilíbrio entre investimento e poupança, afetando conseqüentemente o nível de preços.

Essa proposição se sustenta na concepção de Keynes de que os lucros ou perdas extraordinárias unitárias surgem da diferença entre o preço efetivo do produto e o preço esperado, quando a decisão de produzir foi tomada, ou seja,

$$q = p - E[p] \quad (3)$$

Dessa maneira, tais lucros não poderiam fazer parte da renda, uma vez que os fatores já foram contratados, a uma dada remuneração, enquanto os lucros ou perdas se efetivam na realização da produção. Estes se positivos estimulam a produção adicional de bens de consumo, provocando um desequilíbrio nos preços, em decorrência da proporção dos custos alocados à produção de bens de consumo ser inferior aos seus preços de venda. Tem-se aí o trânsito para uma nova posição de equilíbrio em que o valor do novo investimento supera a poupança, caracterizando um possível incremento no estoque de capital, sem que a poupança tenha sido incrementada.

Um ponto importante aqui é que embora os lucros ou perdas surjam, inicialmente, como resultado do desequilíbrio entre valor do investimento e poupança e, portanto, sem nenhuma interferência no preço e quantidade do investimento, após seu surgimento torna-se elemento

⁹ Segundo o autor, a renda da sociedade no *Tratado* é definida como salários e outros rendimentos dos indivíduos que não exercem atividades empresariais, os ganhos empresariais normais, juros e ganhos regulares de monopólio, ou seja, os custos de produção correspondentes aos fatores. A poupança surge da diferença entre a renda e os dispêndios em consumo.

crucial na decisão empresarial de realizar um incremento da produção individual, ou contração do nível do produto, com reflexos no nível de preços, produto e emprego.

Uma síntese em relação às análises acima é que a condição de equilíbrio (preços estáveis) requer lucro zero, investimento igual à poupança, quer pela ótica dos custos de produção, quer pela ótica do mercado, situação em que os empresários não teriam motivos para realizarem, coletivamente, acréscimo no estoque de capital.

Chick, comparando o Tratado com algumas ambiguidades da Teoria Geral, no que respeita às características dos agregados econômicos básicos (famílias e empresas), faz o seguinte comentário:

Essas duas atividades são consideradas efetivamente como independentes: as sutilezas da diferença entre consumo financiado por lucros e renda do trabalho, embora importantes no Tratado sobre a Moeda, de Keynes (1930), muito utilizada na teoria pós-keynesiana da distribuição e crescimento da renda, não figura com destaque na Teoria Geral (CHICK, 1993, p. 39).

A eliminação da restrição relativa à fixação do nível de preço do novo investimento requer a introdução da discussão sobre os determinantes da escolha das diversas formas de ativos pelos indivíduos. Assim Keynes busca estabelecer um tratamento para os determinantes da distribuição da riqueza dos indivíduos e empresários, logo, da comunidade, envolvendo o capital em sua forma real (reprodutível) e nas formas financeiras em um mesmo sistema analítico.

Tal escolha envolve a introdução, de um lado do conceito de expectativas (portanto futuro incerto), quanto ao preço e retorno comparativo dos ativos, envolvendo a existência do que ele denomina, genericamente, depósitos de poupança, depósitos remunerados, ofertados pelo sistema bancário, em que a taxa de juros é elemento crucial.

Após a decisão de poupar (abster-se de despendar em consumo parte da renda disponível) a próxima escolha do indivíduo será entre reter depósitos de poupança e a aquisição de títulos, guiados pelas expectativas baixistas ou altistas em relação ao preço das *securities* e a taxa de juros dos depósitos ofertados pelo sistema bancário (Keynes 2012, p. 127/128).

Sintetizando, os elementos determinantes são a disponibilidade de poupança, relativamente à renda (composição do produto entre bens de consumo e de produção), o comportamento baixista ou altista do público em relação ao preço dos títulos e a disponibilidade de depósitos de poupança, ofertados pelo sistema bancário.

Ao introduzir esses elementos, Keynes está a um passo da discussão sobre taxa de juros, oferta e demanda monetária, que seriam determinantes da decisão de poupar, investir e do nível de preços.

Na Teoria Geral, observa-se um desenvolvimento mais elaborado dos determinantes do consumo e investimento, com o uso do conceito de demanda efetiva. Este conceito, bem definido por Keynes, reflete a interseção da oferta agregada e da demanda agregada pela ótica empresarial. A oferta agregada é importante à medida que descreve os diversos níveis de contratação de mão de obra, a distintos salários, capazes de maximizar o lucro. Por sua vez, a demanda agregada implica a expectativa de vendas empresariais que a renda gerada propiciará, quando da definição do nível de contratação de mão de obra, para distintos preços dos bens finais.

O Princípio afirma que o nível de produção como um todo e o nível geral de emprego são determinados pela interseção de duas funções do nível do emprego, N : oferta agregada, $Z(N)$, e as estimativas de demanda agregada das empresas, $D^e(N)$. O ponto de interseção é chamado de ponto de demanda efetiva (CHICK (1993), p. 70).

A demanda efetiva, resultado do equilíbrio entre oferta agregada e demanda agregada, se relaciona com a taxa de investimento, e pelo lado do consumo (famílias), com a propensão marginal a consumir, portanto a um único nível de emprego que, só em casos excepcionais, corresponde ao pleno emprego.

Aqui o autor retoma a crítica aos economistas da tradição ricardiana para enfatizar a importância da demanda efetiva e não do valor do produto marginal do trabalho como determinantes do nível de emprego.

Não é, portanto a desutilidade marginal do trabalho, expressa em termos de salários reais, que determina o volume e emprego, exceto no caso em que a

oferta de mão de obra disponível a certo salário real fixe um nível máximo de emprego. A propensão a consumir e o nível do novo investimento é o que determinam, conjuntamente, o nível de emprego, e é este que, certamente, determina o nível de salários reais – não o inverso. Se a propensão a consumir e o montante de novos investimentos resultam em uma insuficiência da demanda efetiva, o nível real de emprego se reduzirá até ficar abaixo da oferta de mão de obra potencialmente disponível ao salário real em vigor, e o salário real de equilíbrio será superior à desutilidade marginal do nível de emprego de equilíbrio (Keynes, 1983, p. 33).

O consumo depende da renda (ou custo de produção pela ótica da oferta), que, por sua vez, é determinada pelo nível de emprego e a taxa de salários. O conceito fundamental introduzido aqui é o da existência de uma relação constante entre a variação do consumo e a variação da renda no curto prazo que tende a ser menor que um, assumindo valores menores para estratos mais elevados de renda, a que Keynes denominou de propensão marginal a consumir (PMaC). No longo prazo, a propensão marginal a consumir deve decrescer à medida que a renda cresce.

Outro conceito importante utilizado por Keynes na Teoria Geral, de modo a explicar os determinantes do investimento, é a eficiência marginal do capital (*EMC*), que resulta da relação entre o fluxo de rendimento esperado da aquisição de um bem de capital e o preço de oferta do bem de capital¹⁰. Poder-se-ia afirmar que se trata do preço do bem de capital, na hora do cálculo para tomada de decisão de investir e não o preço de compra desse bem.

Com isso, ao tempo em que ele introduz as expectativas, presentes na concepção de fluxo de renda esperada do novo capital, ele introduz a taxa de juros, não com o propósito de explicar sua origem, por exemplo, associando-a ao produto adicional do acréscimo de uma unidade de capital ao processo produtivo, mas como referência na decisão empresarial de realizar ou não o investimento. Como ele próprio salienta, a definição da taxa de juros está associada a elementos a serem acrescentados à análise.

¹⁰ Conforme Herscovici (2013, p. 488), *trata-se do preço de oferta corrente do bem de capital, ou seja, do preço deste bem produzido no momento atual, e não do preço no momento em que ele foi comprado.*

Contudo, peço ao leitor tomar nota, desde já, de que nem o conhecimento do retorno esperado de um ativo nem o conhecimento da sua eficiência marginal nos permitem deduzir a taxa de juros ou o valor presente desse ativo. Temos de determinar a taxa de juros em alguma outra fonte, e só então podemos avaliar o bem, “capitalizando” a sua renda prospectiva (KEYNES, 1983, p. 102).

Segundo o autor, à medida que a *EMC* se relaciona com a renda esperada e não a renda corrente, ela tenderá a ser afetada por possíveis variações na taxa de salários, mudanças tecnológicas, e mudanças nos preços, com efeitos sobre a produção futura, e seus custos de produção.

Considerando-se uma dada taxa de juros, visto que essa é determinada por outros fatores, a decisão de investir está sendo revista a cada momento em razão dos movimentos acima que tendem a afetar o lucro esperado.

Definidas essas duas variáveis fundamentais na determinação da demanda, efetiva tem-se então o nível de emprego compatível com o nível do produto. Por isso, a existência de uma preocupação permanente na Teoria Geral, com medidas que estimulassem a demanda efetiva, de modo a obter-se o maior nível de emprego possível.

A título de síntese, deve-se destacar, nessa seção, as considerações desenvolvidas por Keynes em relação à flutuação do preço do novo investimento. Visando suprimir a condição de exogeneidade desse preço ele desenvolve uma análise da distribuição da riqueza da sociedade, envolvendo o capital em sua forma real (reprodutível) e nas formas financeiras em um mesmo sistema analítico; um esboço de uma teoria de formação de carteira.

Como dissemos, após a decisão de poupar (abster-se de despender em consumo parte da renda disponível) a próxima escolha do indivíduo será entre reter depósitos de poupança e a aquisição de títulos, guiado pelas expectativas baixistas ou altistas em relação ao preço das *securities* e a taxa de juros dos depósitos ofertados pelo sistema bancário.

Do lado empresarial, o novo investimento dependerá da renda esperada (expectativas sobre o retorno futuro, que são incertas) e da taxa de juros elemento central cujos determinantes ainda não foram analisados.

2.3 A QUANTIDADE DE MOEDA E O NÍVEL DE PREÇO DOS BENS DE CONSUMO

Iniciando a discussão da demanda por moeda, quantidade disponível dessa e seu efeito sobre o nível geral de preços, Keynes estabelecerá uma distinção fundamental entre as necessidades monetárias associadas ao seu poder de compra, portanto o nível de preço dos bens de consumo e o nível geral de preço, este envolvendo os bens de investimento e, portanto, decisões empresariais, assim como de outras esferas de circulação monetária.

No primeiro caso a demanda por moeda está diretamente relacionada com a renda média da comunidade, a quantidade de produtos disponíveis ao consumo, a demanda por depósitos de poupança e o comportamento baixista ou altista do público em relação ao preço dos títulos. Podemos afirmar, seguindo Keynes, que nessas condições a relação entre a quantidade de moeda existente e o nível de preço é única, apesar de pouco factível, dado o número de restrições exigidas, conforme ele mesmo aponta:

[...] quer dizer, quando os fatores de produção estão plenamente empregados, quando o público nem é otimista nem pessimista quanto ao valor dos títulos e os depósitos de poupança são mantidos como uma proporção normal da riqueza, o volume de poupança é igual tanto ao custo quanto ao valor do novo investimento - há uma relação única entre a quantidade de moeda e os níveis de preço dos bens de consumo e do produto como um todo, de tal natureza que se a quantidade de moeda dobrou o nível de preços deve dobrar também (KEYNES 2012, p. 132)¹¹.

Mais adiante, ele amplia esse conjunto de restrições apontando que sua ocorrência requer que os lucros totais sejam zero, conforme formalizado abaixo:

$$PO - E = I - S = 0 \quad (4)$$

e

$$P = \pi = w_1 \quad (5)$$

Primeiramente, que o valor de venda do produto menos seu custo de produção seja igual ao valor de venda do novo investimento menos a poupança e ambas as diferenças iguais a zero.

¹¹ Tradução de nossa autoria.

Segundo, que o nível de preço dos bens de consumo seja igual ao nível de preço dos bens em geral e igual aos rendimentos por unidade de produto.

Aponta ainda o papel que a oferta de crédito, ou seja, a expansão monetária pelo sistema bancário teria sobre as condições dos negócios e a remuneração média dos fatores:

Thus the conditions for the equilibrium of the purchasing power of Money require that the banking system should so regulate its rate of lending that the value of investment is equal to saving; for otherwise entrepreneurs Will, under the influence of positive or negative profits, be both willing in themselves and at same time influenced by the abundance or scarcity of the bank credit at their disposal, to increase or diminish (as the case may be) the average rate of remuneration W_1 which they offer to the factors of production (KEYNES, 2012, p. 137).

O autor conclui, entretanto, com a afirmação de que, em uma economia monetária, na qual vários fatores interferem na quantidade de moeda em circulação, a possibilidade de equilíbrio nos níveis de preço é uma possibilidade teórica, portanto não haveria uma relação única e estável entre quantidade de moeda e níveis de preços.

Até este ponto, Keynes desenvolve de forma parcial sua argumentação sobre a quantidade de moeda e o nível de preços, pois vários elementos que interagem em sua demanda ainda não foram definidos, os quais aumentam as restrições para uma relação constante entre sua magnitude e um nível de preços, como veremos adiante.

De todo modo, como antecipação, devemos salientar que ele estrutura a demanda por moeda no Tratado diferentemente da utilizada na Teoria Geral, ainda que as consequências resultem semelhantes.

A partir de então, ele acrescenta outra dimensão aos determinantes da quantidade de moeda e seu efeito sobre os níveis de preços e em particular a relação entre o valor do investimento e poupança, ou seja, a taxa de juros.

Sua ideia fundamental é que são as mudanças na taxa de juros de mercado que afetam o equilíbrio entre poupança e investimento, provocadas, inicialmente, por alterações na taxa

bancária, sendo que o efeito dessa última se dá diretamente sobre os depósitos de poupança, portanto sobre a taxa de poupança.

2.4 A TAXA DE JUROS E A DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO

Neste ponto surge a taxa de juros como variável capaz de afetar o valor do investimento e, conseqüentemente, o nível de preço desses bens, portanto ele suprime a restrição inicial do investimento como dado. Essa relação é expressa em uma equação bastante conhecida:

$$I = \frac{E(Q)}{r} \quad (6)$$

$E(Q)$ representa o rendimento esperado do investimento, r a taxa de desconto e I o valor do investimento. Aqui, Keynes desenvolve uma análise única para ativos reprodutíveis e não reprodutíveis, de modo a chegar aos determinantes de como os indivíduos alocam sua riqueza, ou constitui uma carteira, comparando as taxas de retorno dos diferentes ativos.

Considerando que o preço de venda dos bens de capital, multiplicado pela sua quantidade é igual ao valor do investimento, uma elevação na taxa de juros dos empréstimos em comparação à taxa de desconto do fluxo de rendimentos esperados do capital fixo, tende a desestimular o investimento. A redução do montante do investimento reduzirá o preço de venda dos bens de capital, considerando-se tudo mais constante, o que desestimulará sua produção devido à redução dos lucros ou ocorrência de perdas (sendo o inverso também verdadeiro). Esse movimento se refletirá, naturalmente, na redução do incremento líquido do investimento, devido à incompatibilidade de seu valor presente com o retorno esperado. Do ponto de vista teórico, o primeiro movimento será a queda do preço dos bens de capital para se ajustar ao rendimento esperado, ante a elevação da taxa de juros. Sua queda, ao gerar perdas aos produtores de bens de capital fará com que estes reduzam sua produção, desencadeando efeitos sobre os estoques e sobre a produção adicional, o que afetará o incremento líquido de investimento.

A possibilidade de equilíbrio do nível geral de preços, valor do investimento igual à poupança, necessariamente implica no nível de preços igual à remuneração dos fatores por

unidade do produto. Existiria uma única taxa de juros que permitiria tal situação, a taxa natural de juros, a qual Keynes adota, seguindo a contribuição de Wicksell¹², ou seja, aquela que permite o preço igual ao custo médio, portanto a convergência da taxa de juros de mercado para a taxa natural.

Em mais uma passagem, ele salienta que a causa do incremento da riqueza da sociedade é o investimento e este ocorrerá à medida que ocorram lucros, assim a existência da poupança não é sua causa primária, reforçando o argumento para se excluir os lucros ou perdas empresariais da renda e da poupança.

Adotando a suposição de uma economia em que todo o produto é consumido, não haja variação de estoques, a existência de um investimento positivo resultaria em um nível de produto superior ao consumo, ainda que a poupança tivesse se mantido constante. Já o investimento negativo resultaria em um consumo superior ao produto, independentemente do volume de poupança.

Thus when positive investment is taking place, consumption falls short of output quite irrespective of the volume of saving; and when investment is negative, consumption exceeds output also quite irrespective of the volume of saving. In short, the increase or decrease of capital depends on the amount of investment and not on the amount of saving (KEYNES, 2012, Livro III, Capítulo 12, p. 155 e 156).

Em seguida, abandonando a suposição de inexistência de variação de estoques, ele formula diversas situações em que o investimento acompanhado de incremento da poupança poderá significar a redução da oferta de bens de consumo, compensado pelo investimento adicional, ou crescimento de ambos, a depender do efeito sobre o emprego e renda que levará a um consumo adicional surgido da nova renda.

¹² Segundo Amitrano (2005, p. 10 e 11), o conceito de taxa natural de juros está assentado na premissa de uma economia não monetária, em que a poupança e o investimento se realizam, muitas vezes, em uma mesma mercadoria, portanto a taxa de retorno do investimento traduz, perfeitamente, a expectativa de ganho que determina a opção entre consumir no presente ou no futuro (poupar).

[...] and if the investment takes the form of an increase of working capital, accompanied by an increased volume of employment and an increased remuneration of the factors of production, balanced by an equal volume of saving, the reduction of consumers' expenditure by the savers will be exactly balanced by an equal increase of consumers' expenditure from the increased earnings of the factors of production (KEYNES 2012, p.157)

O autor concluiu salientando o que chamou de paradoxo da poupança, situação em que estímulos à ampliação da poupança, ante a existência de restrições ao aumento da produção, implicam um processo de transferência de ganhos de empresários ao público em geral, devido à queda no nível de preços, frente a um consumo físico inalterado, e impossibilidades reais de crescimento da massa de salários:

Since wages are still unchanged, only the selling price of bananas will have fallen and not their cost of production; so that the entrepreneurs will suffer an abnormal loss. Thus the increased saving has not increased in the least the aggregate wealth of the community; it has simply caused a transfer of wealth from the pockets of the entrepreneurs into the pockets of the general public (KEYNES, 2012, p. 159)

Retomando a questão da taxa de juros como elemento central em uma economia monetária, seus determinantes e sua relação com o valor do investimento, a taxa de poupança e, conseqüentemente, os níveis de preço, Keynes salienta a necessidade de estabelecer mediações na análise, à medida que a taxa de juros não está explicitada em suas equações fundamentais.

É através da ação dessa taxa, desestimulando a poupança e estimulando o aumento do investimento, ou vice-versa que ocorrerá um desequilíbrio entre valor do investimento e poupança, resultando no surgimento de lucros ou perdas e, desse modo, modificações nos níveis de preço. O ajuste da quantidade de moeda e de sua velocidade, seguindo seu raciocínio, pode ser considerado conseqüências de segunda ordem.

Mudanças na taxa bancária influenciada pela taxa de mercado, através de uma sucessão de efeitos poderão resultar, em última instância, em alterações nos ganhos unitários dos fatores (poder de comando da moeda sobre o trabalho), o que levará a um novo equilíbrio no nível de

preço em geral, com alterações no nível do produto, implicando o restabelecimento da condição de ausência de lucros ou perdas para o conjunto dos empresários.

Visando construir uma análise de como a taxa de juros afeta o valor do investimento, ele desenvolverá toda uma conceituação sobre a taxa de juros, em uma economia monetária, e sua implicação sobre a liquidez e preço dos ativos, destacando o papel do sistema bancário

2.5 A TAXA DE JUROS E A COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA SOCIEDADE

Inicialmente, Keynes aponta a necessidade de distinguir o complexo de taxa de juros existente e como elas funcionam, para entender de que forma elas afetam a poupança, o valor do investimento, o preço dos títulos e a demanda por moeda (AMITRANO, 2005, p.11)¹³.

Essa distinção terá papel importante à medida que o comportamento desse complexo de taxa de juros, vigente em operações de curto e longo prazo, determinará não só a taxa de poupança, afetando a diferença entre o preço do investimento e a poupança, como também a taxa de desconto do fluxo de rendimentos esperados do capital fixo e o preço dos títulos. Portanto esse conjunto de taxas explicará as flutuações dos saldos monetários, mantidos por distintas razões e sua migração de uma categoria para outra.

Antes de avançarmos nessa análise, é importante determo-nos na discussão das relações entre a taxa bancária, quantidade de moeda emitida pelo sistema bancário e níveis de preço, bem como em que condições elas se verificam.

Inicialmente Keynes destaca que em um mercado de crédito livre a taxa bancária deverá estar correlacionada à quantidade de moeda bancária, desde que algumas variáveis que ele

¹³ Referindo-se ao Tratado afirma: “O Conceito de **taxa de mercado** é um pouco mais complexo, sendo definido como o **conjunto de dois tipos de taxa**: 1) a **bank rate** e; 2) a **bond rate**. “A primeira está relacionada ao conjunto de taxas de juros para empréstimos de curto prazo, ao passo que a segunda se refere ao conjunto de taxas relacionadas a empréstimos de longo prazo”. Citando ainda Keynes ele afirma que, em geral, a taxa de bancária afeta a taxa de mercado no mesmo sentido. Deve-se salientar que a bank rate incorpora também a taxa básica praticada pelo Banco Central, o que permite que, através dela a autoridade monetária interfira no conjunto de taxas.

mencionará em seguida não se alterem, afetando a proporção, e até mesmo, em casos excepcionais o sinal dessa relação (KEYNES 2012, Livro III, p. 194).¹⁴

Em seguida o autor afirma que a consequência da mudança da taxa bancária sobre o nível de preço dos bens de consumo e do produto como o todo, em decorrência de alterações na quantidade de moeda ofertada pelos bancos, não é tão óbvia, ou seja, não se trata de uma relação simples e invariável.

A mudança na taxa bancária tende a deflagrar uma sequência de efeitos sobre a quantidade do produto, a taxa de remuneração dos fatores, a velocidade de circulação dos diferentes saldos de depósitos e as necessidades da circulação financeira e, a partir deles, irá afetar os níveis de preços.

Ainda que exista nessa análise um reconhecimento de que a quantidade de moeda deva estar em conformidade com as variáveis mencionadas, ele conclui que não é possível afirmar que a taxa bancária, ao afetar a quantidade de moeda bancária, afete os níveis de preços em proporção idêntica, visto que seu efeito é mediado pelas variáveis acima, que não guardam nenhuma relação de proporcionalidade entre si nem ao longo do tempo variam em proporção constante.

A change in bank rate will have an effect, initially or subsequently, on all of these, and through them on price levels. But its effect on these different factors will neither be in the same proportion on all of them at a given moment, nor in the same proportion on any one of them at different stages of a transition; so that it is not useful to say that a change in bank rate changes price levels because it is associated with changes in the quantity of bank Money - especially if this statement carries any suggestion that the price levels will change more or less in the same proportion as the change in the quantity of bank money (KEYNES, 2012, p. 194).

Por fim, ele estabelecerá diversas relações entre as variáveis reais (a exemplo da taxa de remuneração dos fatores e níveis de preços), as variáveis monetárias (a exemplo da

¹⁴ Vale salientar que nesse ponto ele coloca a questão do racionamento de crédito que irá aprofundar mais a frente, no Livro VII, Capítulo 37.

velocidade de circulação dos distintos saldos de depósitos e as necessidades da circulação financeira e a própria taxa bancária), para destacar que os efeitos sobre a demanda por moeda serão de magnitudes distintas a depender da composição desses efeitos. E mais, que é mais importante observar como o comportamento da taxa bancária ao afetar a relação entre a taxa de mercado e a taxa natural, afetará os níveis de preço, ajustando-os à quantidade de moeda (KEYNES, 2012, p 197).

No tempo em que o Tratado foi escrito, vigia o padrão ouro, reintroduzido em 1925 e referência para a análise de Keynes sobre o funcionamento do sistema bancário, o papel do Banco da Inglaterra e a oferta monetária¹⁵.

Aqui se deve fazer um pequeno comentário sobre as implicações macroeconômicas da reintrodução do padrão ouro. Como exemplo, o pensamento dominante das autoridades econômicas à época considerava indispensável, ao restabelecimento daquele padrão monetário, o retorno da paridade da Libra Esterlina, ao nível pré-primeira guerra. A consequência foi uma forte deflação, no início da década de vinte, com todas as suas implicações.

Keynes, apesar de compreender as mudanças na dinâmica do *negócio* bancário, os distintos graus de liquidez dos ativos, mantidos como *quase* reservas - o que permitia que a possibilidade de expansão monetária através da oferta de crédito, independesse, em certa medida, de uma ação simultânea de captação de depósitos -, entendia que seu efeito sobre o nível de preços era fortemente mediado por outros fatores, como exposto anteriormente. A mesma opinião ele defendia em relação aos efeitos do controle da taxa de desconto pela autoridade monetária, no controle da oferta de crédito, e mais nos níveis de preços.

Apesar de que a crença na eficácia da ação da autoridade monetária sobre a administração do crédito fosse muito forte, no pensamento econômico de então, capaz de afetar o volume de moeda necessária às transações e assim o nível geral dos preços com efeitos sobre as exportações líquidas e, conseqüentemente, a paridade da Libra Esterlina.

¹⁵ Muito embora a fragilidade desse sistema e suas peculiaridades, em relação à experiência do pré-guerra, já prenunciasses sua suspensão em 1931.

But we have not claimed that the banking system can produce any of these effects instantaneously; of that it can be expected always to foresee the operation of non-monetary factors in time to take measures in advance to counteract their influence on prices; or that it can avoid violent fluctuations in the prices of different classes of commodities relatively to one another; or that a Central Bank, which is member of an international system, can preserve domestic stability irrespective of the behaviour of other Central Banks (KEYNES, 2012, p 346).

Na teoria Geral, apesar de sua análise sobre a oferta adicional de crédito, em condições de taxa de juros declinantes, necessariamente, estimularem o investimento, há uma dificuldade em aceitá-la em um modelo em que a oferta monetária é dada (exógena), ao tempo em que o investimento autônomo é financiado, inevitavelmente, pelo crédito bancário.

Possivelmente, ele negligenciasse a capacidade dos bancos, já em sua época, de manterem ativos, razoavelmente líquidos, fora do controle da autoridade monetária, o que permitiria a expansão do crédito na perspectiva do conceito de *poupança forçada*, situação muito objetiva à medida que os depósitos bancários já haviam evoluído, em relação aos primórdios do sistema bancário, quando constituíam uma pequena fração da moeda em circulação.

No modelo analítico de Keynes, há um conflito entre a negação da *poupança forçada*, mesmo em uma perspectiva diferente daquela de Wicksell, com a defesa da precedência do investimento em relação à poupança, conforme assinala Chick.

Apesar do fato de que o processo bancário é essencial à história de Keynes, este insiste em que os bancos não podem forçar a poupança, porque a poupança efetiva e o investimento devem ser sempre iguais e, no fim de todo o ajuste, a poupança efetiva e a poupança intencional são iguais (CHICK 1993, p. 264).

Visto isso, é importante introduzir as distintas motivações que explicam a demanda por moeda e os fatores que afetam sua distribuição e de que modo tal distribuição altera o valor

da moeda. Para tanto, ele introduzirá os conceitos de circulação industrial e a circulação financeira (KEYNES, 2012, Livro IV, p. 217)¹⁶.

Resumidamente, os depósitos de renda, que são parte da circulação industrial, dependem da contribuição dos fatores por unidade de produto (medido em moeda), da quantidade física do produto e da velocidade de circulação dos depósitos (giro dos depósitos por unidade de tempo que tende a ser muito regular).

Já os depósitos de negócios que se dividem em duas parcelas, uma associada à circulação industrial e outra à circulação financeira, requerem algumas considerações.

Em relação à parcela associada à circulação industrial (depósitos de negócios A), Keynes destaca a existência de uma parte correspondente às receitas de vendas cuja contrapartida é o pagamento dos fatores, que variaria de forma muito proporcional aos depósitos de renda, visto o permanente intercâmbio entre eles. Já uma segunda parte desses depósitos, representada pelas relações interempresariais (compras intermediárias e de capital fixo), ainda que tenha relação com os custos de produção, portanto com o ganho dos fatores, pode apresentar variações distintas dos depósitos de renda, devido, principalmente, à flutuação da velocidade de circulação desses saldos, comparativamente aos depósitos de renda.

Apesar de todas essas considerações, ele reconhece a maior importância da renda gerada na determinação da circulação industrial, visto que, na ausência de especulação com estoques, ou seja, em condições de equilíbrio, ausência de lucros ou perdas, o produto pela ótica de mercado será igual ao custo de produção e a renda.

Nevertheless, in the main the volume of the industrial circulation—though it is also influenced to a certain extent by changes in the character of production, in the habits of the public and of the business world, and in the sacrifice involved in keeping resources in the form of money—will vary with E , the aggregate of money incomes, i.e. with the volume and cost of production of current output (KEYNES, 2012, p. 221).

¹⁶ A circulação industrial está associada à produção de bens e serviços, à renda gerada e seu dispêndio em consumo ou realização de investimento sobre suas variadas formas, enquanto a circulação financeira envolve transações entre títulos, depósitos de poupança e lucros retidos, relacionando-se com o preço dos títulos, as expectativas de ganhos ou perdas e a taxa de juros de mercado.

A segunda motivação para a demanda por moeda, ou seja, a circulação financeira depende de outros fatores, que não aqueles até aqui analisados, e que Keynes associa, antecipando a discussão, à quantidade de trocas de instrumentos financeiros e ao valor destes.

Como já afirmado em outra seção, analisando-se o comportamento das taxas de juros de curto prazo e do valor dos títulos, um fato que não pode ser desconsiderado é a inexistência de qualquer relação entre o valor das transações com ativos financeiros e o valor do capital fixo transacionado, este último medido tanto pelo seu custo de produção, quanto pelo valor de mercado e mais o valor dos ativos financeiros está submetido a grande volatilidade¹⁷.

Ainda que em seu tempo as chamadas inovações financeiras, que possibilitaram o surgimento de um conjunto de instrumentos derivativos, não tivessem a relevância que possui hoje - os quais são transacionados em mercados globais - ele já apontava para a tendência dessas inovações afetarem, em muito, a velocidade de circulação de parte dos depósitos de negócios (denominada de depósitos B).

O conceito de depósitos de poupança pressupõe a existência de um sistema bancário emitindo distintos tipos de passivos de interesse dos poupadores (aqueles que não consomem a totalidade da renda), empresários e especuladores - conforme as avaliações de futuro desses -, o que permitirá a aquisição de ativos pelo sistema bancário, em razão de suas avaliações de risco/retorno.

A composição desses depósitos explicaria a variação das necessidades de moeda na circulação financeira, visto que uma parte dos depósitos é retida por indivíduos que são aplicadores de longo prazo, ou seja, manterão suas aplicações, independentemente de seu retorno, comparativamente ao preço esperado das *securities*. Outro grupo retém depósitos de poupança, algumas vezes obtidos mediante empréstimos, para especular em relação ao seu rendimento, vis a vis o preço esperado das *securities*.

¹⁷ Tal volatilidade pode ser observada, por exemplo, nos índices das ações que medem seu preço médio diário em bolsa, que não guarda nenhuma relação com o valor patrimonial das empresas emittentes, ainda que no longo prazo ele reconheça que essa desproporção não se mantenha.

Neste ponto, o autor introduz as expectativas como elemento importante na definição do preço futuro dos ativos e na distribuição da riqueza entre depósitos de poupança e títulos.

Segundo o autor, no mercado financeiro, existiriam dois tipos estilizados de agentes, os baixistas (bears) e os altistas (bulls). No primeiro caso os agentes retêm moeda na expectativa de que os juros subam, portanto que o preço dos títulos caia. No segundo caso, os agentes acreditam que haverá uma baixa na taxa que remunera os depósitos bancários e, portanto, preferem reter securities, a espera que seus preços subam (AMITRANO 2005, p.11)¹⁸.

Esta combinação de diferentes opiniões determinará o preço dos títulos e sua tendência. Assim o preço dos títulos será o resultado do comportamento do segmento do público altista, da oferta de crédito pelo sistema bancário e do comportamento do segmento baixista que tenderá a reter depósitos, prevalecendo uma tendência de alta, por exemplo, enquanto seus preços não atingirem a linha de resistência, conforme o jargão usado no mercado de títulos, refletindo as opiniões prevalecentes.

But (apart from compensating variations in the requirements of the industrial circulation) the volume of savings deposits can only be maintained or increased in face of an increase of bullish sentiment, if the banking system directly brings about the rise in security prices by itself buying securities or if it takes advantage of the fact that differences of opinion exist between different sections of the public so that, if one section is tempted by easy credit to borrow for the purpose of buying securities speculatively, security prices can be raised to a level at which another section of the public will prefer savings deposits. Thus the actual level of security prices is, as we have seen in chapter 10, the resultant of the degree of bullishness of opinion and of the behaviour of the banking system (KEYNES, 2012, p. 224).

Portanto, o comportamento da parcela dos depósitos de poupança especulativa é o elemento que determina a variação nas necessidades da circulação financeira e, a partir de então, a possibilidade de flutuação nas necessidades da circulação industrial.

¹⁸ Vale salientar que sempre há uma opinião média quanto ao preço limite que esses títulos podem alcançar o que resultará que, na proximidade desse limite, poupadores tendam a manter inalterados os depósitos de poupança.

Esses distúrbios na circulação financeira, devido a flutuações nos preços dos títulos pode afetar o valor da moeda por duas razões: a) pode alterar a quantidade de moeda disponível à circulação industrial; b) pode alterar a atratividade do investimento.

Embora a circulação industrial, como foi dito, esteja associada ao lado real da economia, enquanto a circulação financeira à escolha entre ativos financeiros e expectativas altistas ou baixistas dos agentes, essas duas dimensões tendem, cada vez mais a se relacionarem, fazendo com que a segunda assumam importância na determinação do valor do investimento, da poupança e, portanto, do nível de preços.

Sintetizando, no curto prazo, deve haver flutuações significativas do preço dos títulos, sem que isso se reflita, simultaneamente, no equilíbrio entre poupança e investimento, mas no longo prazo, a tendência deverá ser de a que o valor dos títulos afete o equilíbrio entre poupança e investimento, impondo mudanças na taxa de juros corrente.

Na Teoria Geral, há uma preocupação maior em identificar os nexos que determinam o rendimento esperado de um bem de capital e, portanto, a EMC que, como visto, é o elemento central na decisão, de investir. Esses elementos, segundo Keynes, dividem-se em fatos correntes, mas, sobretudo, eventos futuros.

Os eventos futuros necessariamente remetem às expectativas quanto ao comportamento dos principais preços que entram na decisão de investir e, desse modo, da formação de carteira na concepção keynesiana.

Ele aponta, então, a relevância, em uma sociedade moderna, de mercados organizados de ativos, a exemplo das bolsas de valores, que reavaliam, a todo o momento, o preço de um dado ativo, que termina por influenciar o investimento agregado, através de mudanças nas expectativas quanto às flutuações no rendimento esperado de um dado bem de capital, incorporado à produção de demais bens. A lógica da argumentação está na concepção da composição de uma carteira de ativos, reprodutíveis ou não, em que a exclusão ou incorporação de componentes a essa carteira é ditado pelo seu preço e retorno esperado e estes, ao interferirem na liquidez, afetam a taxa de juros e, portanto, o valor do novo investimento e dos investimentos já realizados, conforme citação que segue.

Todavia, as reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. Isto porque não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com lucro imediato (KEYNES, 1983, P.111).

Segundo Keynes, a premissa utilizada pelos mercados de ativos na reavaliação desses preços se assenta nos conhecimentos que temos hoje sobre os possíveis eventos futuros e na aceitação que estes seguem inalterados até que surjam fatos novos.

A partir dessa premissa que segundo ele, nada tem de racional, formada, em geral, por decisões individuais que se apoiam em comportamentos idiossincráticos, aos quais ele acrescenta problemas da organização dos mercados, pode-se identificar uma crítica à hipótese dos mercados eficientes. A precária base de informações que sustenta as decisões, e as falhas na organização dos mercados seria, segundo ele, uma das razões para insuficiência da demanda efetiva e os ciclos econômicos.

Na ilustração do raciocínio, anterior Keynes cita: a) comportamento dos agentes que utilizam, em suas avaliações e decisões, elementos que pouco significado têm na determinação da renda esperada; c) ideia prevalecente entre os agentes de mercado que a distribuição dos erros de avaliação é simétrica; d) ênfase dos analistas de mercado em preverem movimentos de curto prazo, visando assessorar e apoiar pequenos grupos, para que estes possam se antecipar aos movimentos coletivos esperados (KEYNES, 1983, P.113/114), caracterizando, na linguagem moderna, uma assimetria de informação.

Com relação à taxa de juros, a Teoria Geral difere do Tratado na medida em que, neste último, Keynes aceita o conceito de taxa natural de juros, como referência para as flutuações da taxa de juros corrente, fator de distúrbio no equilíbrio entre *I* e *S*, situação de lucro zero, conceito ignorado na obra posterior.

Na Teoria Geral iniciando por uma definição mais precisa da preferência pela liquidez, a determinação da taxa de juros resulta do desejo de manter riqueza, na forma líquida, dada a oferta de moeda.

A formação de expectativas sobre o preço dos títulos no futuro é fator determinante na busca da preferência pela liquidez, ou a manutenção de uma carteira de títulos. Um agente importante na dinâmica desse mercado é o especulador, personagem distinto do investidor, que atua retendo títulos ou moeda com base na sua valorização esperada. A flutuação da taxa de juros resulta das expectativas da taxa de juros futura em relação à corrente, dada a taxa normal de juros.

A ideia de uma taxa normal de juros é fundamental na teoria de Keynes sobre como os especuladores formam suas expectativas. Cada especulador, i , tem uma expectativa de uma taxa de juros “normal”, r_{iN} , para qual tende a voltar a taxa efetiva de juros, r_i (CHICK 1993, p. 225).

Partindo da discussão sobre o uso da renda pelo indivíduo, que é determinada pela propensão marginal a consumir, um dilema se impõe a este: de que maneira conservar o poder de compra da renda monetária não consumida, ao longo do tempo, conforme suas necessidades de liquidez?

A taxa de juros surge então como o elemento que equacionará esse dilema, considerando a variedade de ativos capazes de preservar o poder de compra da moeda e a preferência pela liquidez, decorrente da incerteza. Diante da incerteza quanto ao comportamento da taxa de juros, a preferência pela liquidez leva o indivíduo a reter moeda como forma de riqueza.

Esse elemento representa um dos principais focos de discordância de Keynes, em relação a muitos economistas que o antecederam, ou contemporâneos seus, por estes associarem a taxa de juros à renúncia do consumo presente, em troca de um consumo futuro ampliado. Para ele essa não é a explicação da taxa de juros, visto que ao abdicar do consumo o indivíduo pode em seguida reter moeda entesourando-a. A preferência pela liquidez, ou seja, a resistência em não abrir mão da moeda, frente a outras formas de alocação da riqueza, surge então como elemento fundamental na determinação da taxa de juros, portanto esta representa um prêmio em troca da liquidez oferecida pela moeda.

Desse modo, sendo a taxa de juros, a qualquer momento, a recompensa da renúncia à liquidez, é uma mediada da relutância dos que possuem dinheiro alienar o seu direito a dispor do mesmo. A taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato (KEYNES 1983, p. 122).

A incerteza quanto aos eventos futuros, em particular o valor dos títulos e a remuneração esperada de uma unidade de ativo, leva os agentes à preferência pela liquidez, interferindo no crédito, na expansão monetária e no comportamento da taxa de juros corrente. Segundo Keynes, caso não houvesse dúvidas quanto ao valor de negociação de um ativo, em relação ao seu valor de face, houvesse então certeza quanto à taxa de juros em qualquer momento, a preferência pela liquidez seria de pouca relevância. Porém como essa não é a realidade e a taxa de juros flutua bastante em relação à taxa de desconto da aquisição de um título, a possibilidade de perdas na sua negociação, a qualquer momento, leva à preferência pela liquidez.

Sem pretender explorar todas as controvérsias estabelecidas por Keynes em relação aos clássicos bem como os economistas de seu tempo, em relação à formação da taxa de juros, alguns pontos merecem ser destacados na Teoria Geral.

Primeiramente, sua discordância em relação à definição da taxa de juros como o “preço” formado pela interseção das curvas de oferta de poupança e demanda de fundos para investimento. Como discutido anteriormente, a taxa de juros não pode ser considerada um prêmio pela renúncia ao consumo presente, assim como não pode ser considerada o valor da contribuição de uma unidade adicional de capital ao produto. Por toda a argumentação apresentada anteriormente a taxa de juros é um fenômeno monetário.

Porém a discussão vai mais além, visto que a poupança e o investimento são incapazes de determinarem independentemente a taxa de juros, visto que variações no nível de consumo, portanto a possibilidade de poupança resulta de variações da renda, assim como variações no investimento dependem da taxa de juros em comparação com a eficiência marginal do capital. Logo a possibilidade de equilíbrio entre poupança e investimento pressupõe o conhecimento prévio da renda e da taxa de juros. A citação que segue expressa a discordância de Keynes quanto à interpretação dos clássicos.

Mas essa é uma teoria absurda, pois a hipótese de que a renda seja constante não é compatível com a de que essas duas curvas pode deslocar-se, independentemente uma da outra. Se qualquer delas se desloca, em geral, a renda varia e, por consequência, todo o esquema baseado na hipótese de dada renda se desintegra (KEYNES 1983, p. 129).

Nessa perspectiva, outros pontos de controvérsia são a existência, na teoria clássica, de duas fontes de determinação da taxa de juros, assim como a solução encontrada para tal inconsistência, pelos economistas neoclássicos à sua época.

Nos clássicos a explicação da formação dos juros encontrava-se de um lado na teoria do valor, conforme discutido anteriormente, e do outro na teoria monetária, mais precisamente na expansão da oferta monetária, sem que houvesse qualquer tentativa de relacioná-las.

A solução para a inconsistência decorrente da existência de duas fontes de fundos que viabilizariam os investimentos, ou seja, a poupança no sentido da renúncia ao consumo presente, e a riqueza extra, advinda da oferta adicional de moeda, apresenta o seguinte desenvolvimento. Considerando-se o modelo de pleno emprego no longo prazo, essa oferta extra de fundos levaria ao deslocamento de capital e trabalho da produção de bens de consumo para a produção de bens de capital cujo principal efeito seria a elevação dos preços, esterilizando essa riqueza adicional, através do mecanismo de *poupança forçada*. Com isso o efeito riqueza sobre o consumo desapareceria, prevalecendo a taxa natural de juros que, em equilíbrio de pleno emprego, iguala a poupança ao investimento.

Esta última escola acabou chegando à conclusão de que deve haver duas fontes de oferta para se chegar à curva de procura de investimento: a poupança propriamente dita, da qual se ocupa a escola clássica, mas a soma que se torna disponível em consequência de qualquer aumento da quantidade de moeda (sendo a oferta equilibrada por certas espécies de imposições ou tributação sobre o público, chamadas de “poupança forçada” ou coisa semelhante) (KEYNES, 1983, p. 131).

Uma análise mais detalhada do processo cumulativo dos preços de Wicksell, fundamental ao reequilíbrio entre poupança e investimento, à taxa natural, pode ser descrito a partir de um fator exógeno, a exemplo da expansão dos depósitos bancários, financiando os novos investimentos. O novo investimento ao elevar o preço dos bens de capital, provocará o deslocamento dos fatores de produção empregados nos bens de consumo para os bens de capital, elevando também o preço dos bens de consumo. Ao mesmo tempo haverá um aumento do retorno esperado do novo investimento, devido ao aumento do preço desses últimos, o que os estimulará a mais investimento. O primeiro ajuste será a redução do consumo devido ao aumento dos preços, eliminando o efeito sobre a renda real, da expansão monetária o que Wicksell denominou de *poupança forçada*, abaixo descrita.

Um crescimento dos preços de bens de consumo implica uma queda do consumo real das famílias. A diferença entre o consumo desejado das famílias, em termos de bens, e o seu consumo efetivo representa o que Wicksell denominou de **poupança forçada** (CARVALHO [et al.], 2000, p.387).

A tendência ao equilíbrio requer que a taxa de juros corrente se eleve convergindo para a taxa natural de juros, ou seja, o valor da produtividade marginal do capital, que reequilibra poupança e investimento e elimina a segunda fonte de fundos para investimento.

Outro ponto a destacar na Teoria Geral e que podemos, com alguns reparos, afirmar que se trata de uma continuidade do Tratado, diz respeito à demanda e oferta de moeda, seu impacto sobre a taxa de juros e conseqüentemente o nível de renda.

Considerando-se a preferência pela liquidez, Keynes afirma que, sobre certas condições, ela expressa a demanda por moeda. A qualificação que ele estabelece é que a preferência pela liquidez, à semelhança do que se observa no Tratado, se relaciona com as expectativas quanto ao preço futuro dos ativos, conseqüentemente, com a taxa de juros, sem que esses movimentos interfiram, necessariamente, na variação da renda, podendo representar apenas maior volume de negociações dos estoques existentes de ativos. Resumidamente, pode-se antecipar que apenas parte da demanda de moeda relaciona-se com a renda.

Assim, a demanda por moeda se subdivide em três partes que, embora apresentem motivações distintas, são intercambiáveis: o motivo renda associado aos encaixes necessários

para atender os dispêndios dos indivíduos com bens e serviços, entre a obtenção da renda inicial e a próxima; o motivo negócios que permite a realização das transações empresariais ao longo do ciclo de produção. Esses dois motivos constituem a demanda por moeda para transações. Uma segunda razão seria prevenir-se contra dispêndios imprevistos, ou realizar ganhos na realização de negócios eventuais, denominada de demanda por precaução. A terceira demanda é a especulativa que decorre das expectativas em relação ao comportamento da taxa futura de juros, consequência das variações no preço dos títulos, devido às conjecturas vindouras.

A discussão fundamental passa a ser o entendimento de como uma quantidade adicional de moeda (M) afeta a renda e se distribui entre demanda por transações e precaução (M_1) e demanda especulativa (M_2). Um incremento na oferta monetária em um sistema de moeda símbolo, afeta a renda e também, o mercado de ativos financeiros, levando a maior demanda por títulos e queda na taxa de juros (r), que ampliará M_2 , sendo que o efeito da queda na taxa de juros sobre a renda tende a ser mais significativo, a depender da resposta do investimento à queda na taxa de juros (eficiência marginal do capital) e a resposta da renda ao incremento do investimento (efeito multiplicador) fazendo a oferta adicional de moeda se distribuir, finalmente, entre M_1 e M_2 .

Pode-se admitir que uma variação de M conduza a uma variação em r , e uma variação em r conduza a um novo equilíbrio, em parte, por alterar M_2 e, em parte, por modificar Y e, conseqüentemente, M_1 (KEYNES, 1983, p. 142).

A demanda especulativa por moeda e sua relação com a taxa de juros não é algo que permita parametrização, devido à existência da incerteza. O fator fundamental que afeta o M_2 não é precisamente a taxa absoluta de juros, mas, a sua variabilidade em relação ao que os indivíduos consideram uma taxa razoável e que está associada às questões psicológicas. Apesar disso, Keynes afirma que a expertise da autoridade monetária na gestão da moeda é capaz de ancorar as expectativas em torno de um patamar de taxa de juros.

Quando analisa a relação entre variações na quantidade de moeda e seu impacto na taxa de juros, o autor destaca algumas especificidades da moeda que fazem com que a taxa de juros do dinheiro flutue menos em relação à taxa de juros expressa em qualquer outro ativo,

tornando essa taxa uma referência mais segura na determinação da viabilidade do investimento.

Existiriam dois elementos fundamentais que levariam a esse resultado. Primeiramente a impossibilidade da oferta de moeda crescer, absorvendo parte da força de trabalho disponível, à taxa de salário vigente, de modo a atender a sua maior demanda. Caso isso fosse possível haveria uma tendência a ocorrer uma deterioração do valor da moeda, fazendo com que essa perdesse, inicialmente, a função de unidade de conta e até de meio de troca.

Segundo, a moeda não apresentaria uma utilidade em si para os consumidores, o que resulta na existência de uma taxa de substituição entre a moeda e o bem representativo, igual a zero, fazendo com que seus possuidores não se desfaçam dela à medida que seu valor, expresso em unidade de salários, suba. Contrariamente, a demanda adicional por moeda tende a elevar o seu valor, pelo fato de os indivíduos retê-la, quando este se eleva.

Esses dois fatores resultariam em que a taxa de juros se torne insensível à oferta monetária, quando está atinge um determinado patamar, visto que ante à incerteza o prêmio de liquidez se torna bastante alto em relação à taxa de juros corrente.

Outro elemento que determina a maior estabilidade do valor da moeda e, portanto, sua consagração como referência de valor, comparativamente a qualquer outro bem, contribui também para que a taxa de juros monetária seja importante na decisão do investimento. Trata-se da relação entre o custo de manutenção desse ativo versus seu prêmio de liquidez. A moeda comparativamente a outros ativos reprodutíveis possui um custo de manutenção desprezível e um elevado prêmio de liquidez comparativamente aos demais.

Vemos assim que as várias características que se combinam para tornar significativa a taxa monetária de juros interagem de forma cumulativa. O fato de ter a moeda baixas elasticidades de produção e substituição e baixos custos de manutenção tende a criar a expectativa de certa estabilidade de salários expressos em moeda; essa expectativa aumenta o prêmio de liquidez do dinheiro e evita a correlação excepcional entre a taxa monetária de juros e as eficiências marginais de outros bens, que poderia, se existisse, privar esta taxa monetária de juros de seu predomínio (KEYNES, 1983, p. 166).

Por fim outra avaliação da mudança na oferta monetária pode ser extraída do Tratado, considerando-se o pressuposto adotado por Keynes de que um importante canal dessa oferta adicional são as reservas bancárias. Dessa forma, em condições de livre concorrência no mercado bancário, se a autoridade monetária através de seus variados mecanismos resolve ampliar seu passivo monetário, a tendência será maior liquidez monetária no sistema bancário, com reflexos sobre a facilidade de empréstimos.

Ainda que parte importante dessa moeda adicional vá ampliar a circulação financeira, uma parte deverá aumentar os depósitos de negócios (sua porção A), com três tipos distintos de efeito: a) os empréstimos mais baratos estimularão a produção adicional de bens de capital pelo aumento de seu preço, considerando-se que seus rendimentos esperados se mantêm inalterados, ao mesmo tempo o valor dos títulos também deverão se elevar; b) expansão do emprego de fatores, sobretudo mais intensidade de capital, haja vista a menor taxa de remuneração desse fator devido à queda da taxa de juros; c) por fim, a emergência de lucros em algumas atividades estimulará alguns empresários a ampliar a produção, ainda que isso signifique aumento na remuneração média dos fatores.

A consequência imediata será um aumento no nível de preços devido ao desequilíbrio entre o valor do investimento e a poupança, ainda que não haja alteração na renda - situação devidamente formalizada nas equações fundamentais. Assim a moeda adicional exigida na circulação industrial terá pouca variação e esta decorre do valor do investimento superior ao seu custo de produção, ou seja, a emergência de lucros.

In this case it is probable that comparatively little new money will be needed to augment the industrial circulation, and any surplus beyond this will have to be temporarily absorbed by a decrease of velocities or an increase in the financial circulation (KEYNES 2012, Livro IV, capítulo 17, p. 237).

Contudo, caso haja aumento da remuneração dos fatores, combinado ou não com mais emprego destes, a moeda adicional se distribuirá entre depósitos de renda, de poupança, e de negócios, prevalecendo esta última modalidade em um primeiro momento. Essa prevalência, explica-se pelo efeito dos lucros que estimulam em um primeiro momento a especulação com mercadorias e títulos.

Após a sucessão de mudanças deflagradas pela expansão inicial do crédito que desequilibrou a relação poupança investimento e ocasionou a emergência de lucros¹⁹, com efeito sobre os preços, outros efeitos se seguem. A variação dos preços, iniciados com o desequilíbrio entre poupança e investimento, poderá dar lugar à variação na remuneração média dos fatores. Por isso, o resultado final será uma elevação do nível geral dos preços que tanto poderá resultar em ganhos, como perdas no poder de compra da moeda.

Um novo equilíbrio só se estabelecerá mais à frente, na medida em que o crédito adicional, ou sua restrição cessem; os lucros ou perdas desaparecem, portanto a diferença entre poupança e investimento e, conseqüentemente, entre a taxa de juros de mercado e a taxa natural desapareçam. Assim a quantidade de moeda se ajustará ao novo nível dos preços com fatores desempregados ou não.

2.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Da análise dessas duas obras e contribuições de diversos autores, é possível extrair fundamentos relevantes que serão utilizados nos estudos sobre a distribuição desigual da oferta monetária e, conseqüentemente, da oferta de crédito, com implicações relevantes nas disparidades regionais de crescimento econômico.

Em primeiro lugar, observa-se o papel da incerteza na determinação da taxa de juros e no deslocamento da riqueza da sociedade entre títulos e depósitos, existindo um comportamento diferenciado dos indivíduos na sociedade, em relação ao preço futuro dos títulos frente à taxa de juros que conduzirá a uma tendência de preferência pela liquidez e, portanto, a um aumento dos depósitos. Tem-se, nesse caso, um elemento importante da demanda por moeda, a demanda especulativa.

Segundo, o preço dos títulos será o resultado do comportamento do segmento do público altista, da oferta de crédito pelo sistema bancário e do comportamento do segmento baixista que tenderá a reter depósitos, prevalecendo uma tendência de alta, por exemplo, enquanto

¹⁹ Keynes chama atenção que a análise também está submetida à mesma lógica, com efeitos contrários, no caso da contração do crédito.

seus preços não atingirem a linha de resistência, conforme o jargão usado no mercado de títulos, refletindo as opiniões prevalecentes.

A lógica da argumentação está na concepção da composição de uma carteira de ativos, reproduzíveis ou não, em que a exclusão ou incorporação de componentes a essa carteira é ditado pelo seu preço e retorno esperado e estes, ao interferirem na liquidez afetam a taxa de juros e, portanto, o valor do novo investimento e dos investimentos já realizados.

Terceiro, a incerteza que não se distribui simetricamente na sociedade e, muitas vezes, não se apoia em premissas racionais, juntamente com problemas da organização dos mercados e a precária base de informações que sustenta as decisões, seriam segundo Keynes, uma das razões para insuficiência da demanda efetiva e dos ciclos econômicos.

Em quarto lugar, a preferência pela liquidez, ou seja, a resistência em não abrir mão da moeda, frente a outras formas de alocação da riqueza, surge então como elemento fundamental na determinação da taxa de juros, assim, esta representa um prêmio em troca da liquidez oferecida pela moeda.

Segundo Keynes, caso não houvesse dúvidas quanto ao valor de negociação de um ativo, em relação ao seu valor de face, portanto houvesse certeza quanto à taxa de juros em qualquer momento, a preferência pela liquidez seria de pouca relevância. Porém como essa não é a realidade e a taxa de juros flutua bastante em relação à taxa de desconto da aquisição de um título, a possibilidade de perdas na sua negociação, a qualquer momento, traduz a preferência pela liquidez.

3 TEORIA DA FIRMA BANCÁRIA

3.1 ALGUNS ASPECTOS FACTUAIS

A evolução dos bancos, em decorrência de inúmeros fatores, tem dificultado, cada vez mais, a definição de moeda e a própria definição de instituição bancária, tal qual conhecida historicamente. Dentre esses fatores, tem-se a multiplicação contemporânea das inovações financeiras, que amplia o leque de passivos e ativos de elevada liquidez e transmuta, muitas vezes, a forma de rendimento destes. Esse fato é estimulado pela intensa desregulamentação do setor e pelo progresso na área de tecnologia da informação e comunicação, das últimas quatro décadas.

A história dos bancos surge de duas atividades que posteriormente tenderam a se unificar, gerando as distintas funções que caracterizam os bancos modernos (CARVALHO et. al, 2000, p. 254)²⁰.

Ainda assim a definição mais estrita de bancos, utilizada algumas vezes para fins de administração da base monetária, tende a considerá-los como aquelas instituições que recebem depósitos a vista (parcela substancial dos meios de pagamento), movimentados via cheque, cartão de débito e ordem de transferência de depósitos. Essa função clássica de recebimento de depósitos a vista permite ao banco a criação de moeda via concessão de crédito, ainda que implique também na assunção de um tipo particular de risco, decorrente da possibilidade de saques, pelos depositantes, muito acima das reservas existentes, em determinadas situações.

Apesar de outros agentes, a exemplo de empresas não financeiras e pessoas físicas poderem conceder crédito, nestes dois casos pela venda de um bem ou serviço, mediante pagamento parcelado em cheque, promissória, etc., nenhuma é capaz de criar moeda. Os bancos, por sua vez, ao concederem crédito, mediante lançamento de dado valor em uma conta de depósitos a vista, multiplica a quantidade destes, portanto de meios de pagamento. Um fator que tende a

²⁰ De um lado as instituições depositárias, emitentes de notas bancárias e letras de câmbio, em troca da guarda de metais, facilitando as transações mercantis à distância. Com o tempo a ampliação da rede de bancos e os mecanismos de compensação permitiram a conversão desses títulos em meios de pagamento. Do outro, aquelas que recebiam a poupança da sociedade, mediante pagamento de uma remuneração, e financiava empreendimentos, exercendo a função clássica de intermediário financeiro.

limitar, mas não impedir a criação de crédito é a necessidade de reservas tanto voluntárias, quanto as compulsórias, a segunda imposta pela autoridade monetária.

As experiências históricas têm produzido distintos modelos de instituições financeiras. Em alguns países, prevaleceu a segmentação do mercado financeiro, em que os bancos *strictu sensu* dedicam-se apenas à captação de depósitos a vista e concessão de empréstimos de curto prazo, destinados a assegurar o giro das atividades correntes das empresas e das famílias. Já as demais instituições financeiras, dedicam-se à captação de recursos de maior prazo, utilizando-se de diversos instrumentos, aplicando-os nos financiamentos de investimentos, de imóveis, etc. Participam ainda do desenvolvimento do mercado de capitais, através da colocação pública de títulos de empresas, ou formando carteiras próprias. Uma das justificativas para o uso desse modelo é impedir que os bancos movidos pela busca de maior lucratividade, comprometam os depósitos a vista com aplicações de maior prazo e maior risco, resultando em problema de liquidez. Os supostos teóricos desse modelo é que os depósitos a vista são determinados exogenamente e que representam a única forma de obtenção de reservas a baixo custo, portanto é necessário regular sua aplicação.

Um segundo modelo, mais comum em escala mundial, é o de banco universal que opera em todos os mercados financeiros, captando fundos com o uso de distintos instrumentos, fornecem crédito para todas as finalidades. Nesse caso prevalece a suposição de que o conceito de moeda é mais amplo e tem pouca eficácia seu controle, exclusivamente, através dos meios de pagamento. Como contrapeso aos problemas decorrentes do caixa único, foram criados os fundos garantidores de algumas modalidades de depósitos com um teto de cobertura.

As consequências dessas distintas modalidades de instituições bancárias e forma de administração do balanço requer uma discussão teórica, de diversas perspectivas, sobre a natureza dessa instituição, suas funções, evolução e forma de interação com os demais agentes econômicos.

3.2 O PARADIGMA NEOCLÁSSICO

De forma esquemática a teoria neoclássica da firma bancária pode ser dividida entre as contribuições anteriores à obra de Tobin, as quais ele denominava de *visão velha* e sua interpretação, denominada de *visão nova*, conforme citação de Paula (1999, p.2)²¹.

Na *visão velha* o banco é interpretado como um mero intermediário entre poupadores e demandantes de recursos que, agindo passivamente ante os depósitos que lhes foram confiados pelos poupadores, tinha um poder de ampliar os meios de pagamento, através da concessão de empréstimos, *quase monopolístico*, no sentido de que a firma bancária representativa, ao conceder um novo crédito, obtinha depósitos em igual proporção, ou seja, não havia vazamento para outras instituições (PAULA, 1999, p. 5). Essa capacidade ilimitada de criar depósitos, portanto meios de pagamento, apenas era restringida pela necessidade de reter reservas por precaução ou imposição legal, que tendiam a estabelecer um limite à ampliação dos empréstimos.

A crítica feita por Tobin incorpora, primeiramente, a possibilidade da competição entre os bancos fazendo com que parte dos empréstimos concedidos pela firma bancária representativa, ou aplicações na aquisição de outras formas de ativo, não seja retida nestes, sob a forma de depósitos, e sim vazados para outra instituição concorrente. Segundo, os bancos não estariam limitados por uma razão fixa de reservas, visto que, modernamente, estes contam com várias formas de recomposição de reservas tais como, o interbancário, a emissão de obrigações, e no limite, os adiantamentos do banco central. Assim a limitação à ampliação dos ativos bancários ocorreria quando a receita marginal destes se igualasse ao custo de emissão de uma obrigação adicional.

A pergunta então seria que fatores poderiam baratear a emissão de novas obrigações, na forma de depósitos, ou elevar a rentabilidade dos ativos adicionais, proporcionando a ampliação da escala de atividade do banco?

Inicialmente, a resposta centra-se nas preferências do público por mais depósitos, em razão de mudanças nas formas de pagamento; segundo, a maior rentabilidade do capital produtivo que

²¹ A obra em referência é *The Commercial Banks as Creators of Money*.

tenderia a elevar a demanda por empréstimos com impactos na taxa de juro. Conclui-se, então, que ambos os fatores que contribuem para ampliar o tamanho do balanço dos bancos são determinados por outras instâncias da sociedade, o que torna a decisão da firma bancária apenas um problema de maximização de seu resultado, dada a escolha entre reservas e empréstimos. Uma possibilidade adicional surgiria em razão da política monetária que, caso se caracterizasse por ampliar a liquidez bancária, através da expansão da base monetária, levaria à redução do custo de recomposição de reservas. Esse fator também seria exterior à decisão bancária.

Pode-se afirmar, então, que a análise de Tobin fornece a base para a moderna teoria neoclássica da firma bancária *maximizadora* de lucro, cuja tarefa é atender as necessidades de tomadores e ofertantes de recursos, pela administração da carteira de ativos. Isso implica que o rendimento líquido da aplicação alternativa de unidade adicional de liquidez deve ser maior que o custo de oportunidade correspondente à taxa de juro de um empréstimo que se deixa de realizar, descontado o custo de reposição de reservas, em razão da possível perda de uma unidade de depósito (PAULA, 1999, p. 7).

Assim, não é a imposição de reservas que limita a capacidade do banco de ampliar os meios de pagamento, através da concessão de empréstimos, e sim, sua posição *maximizadora* de lucro na escolha entre reservas líquidas e empréstimos, dado o volume de depósitos.

Os trabalhos que se seguem especificando e detalhando, com o uso da formalização, os princípios de Tobin, buscam, em geral, demonstrar como a firma maximiza o retorno de uma carteira, ou seja, sua riqueza ao longo do tempo, dadas as restrições impostas pela flutuação dos depósitos, que implica custos explícitos e implícitos, bem como aqueles inerentes à carteira de empréstimo, como expõe Paula (1999, p.10/11)²². Esses trabalhos ora enfatizam a composição ótima de ativos, ora uma estrutura ótima de passivos e ora a determinação simultânea dos dois lados do balanço dos bancos.

²² Em geral há uma formalização básica para a solução de maximização que vai se tornando complexa em razão da diversidade de ativos, grau de risco e passivo mais adequado, em que $r_a = c \int f(x) dx$, em que r_a é o rendimento do ativo padrão, c é o custo de reposição das reservas, em caso de eventual necessidade, x representa os depósitos sacados pelos correntistas cuja probabilidade é dada pela função $f(x)$.

As contribuições que se seguiram, apoiadas na *nova visão*, representaram um avanço em relação à concepção de um banco quase monopolista que, limitado apenas pela razão de reservas, multiplicava os depósitos enquanto houvesse demanda por empréstimos. Na nova concepção os bancos atuam em um ambiente concorrencial, enfrentando o dilema das diferentes oportunidades *maximizadoras* de ganhos, custos operacionais, riscos e possibilidade de crises de liquidez.

Apesar desses avanços, persiste a ideia de que os bancos são intermediários neutros na transferência de recursos, ou seja, incapazes de afetar tanto as condições de financiamento da economia, quanto o volume de depósitos a vista, ambos considerados variáveis exógenas, portanto ajustam-se à preferência do público quanto à quantidade de moeda que esta deseja reter, sob uma restrição orçamentária, e às condições estruturais da economia as quais determinam a demanda por crédito e a taxa de juro aceitável, aquele nível de demanda.

Alguns modelos, buscando maior realismo, trabalham com a visão de que os dois lados do balanço têm relevância na demanda agregada e em especial os empréstimos bancários, no caso dos ativos. Adicionalmente como os empréstimos e demais ativos financeiros não são substitutos perfeitos, merecem tratamento específico quanto aos seus efeitos sobre o lado real da economia. A oferta de empréstimos, embora continue dependente dos depósitos (submetidos a reservas obrigatórias), do coeficiente de reservas, incorpora outro componente que é a remuneração dos demais ativos. Assim é possível afirmar que, devido aos ganhos marginais em relação aos custos marginais dos vários ativos de livre escolha, os bancos possam fixar a quantidade desejada de empréstimos, ainda que sob a restrição das reservas.

Outra situação que poderia caracterizar um choque expansionista da oferta de crédito ocorreria quando, diante de uma percepção de menor risco relativo dos empréstimos, os bancos elevassem a disponibilidade destes, deflagrando uma elevação da taxa de juros dos demais ativos, da renda e a conseqüente queda da taxa de juros dos empréstimos (BERNANKE e BLINDER, 1988).

Há um elemento desconsiderado nessas análises, a assimetria da informação, de grande relevância no mercado financeiro, dada sua capacidade de afetar a escolha entre demandantes de crédito, afetando assim o retorno esperado da carteira do banco. Ante essa possibilidade o banco tende a fixar unilateralmente a taxa de juro, em razão do comportamento imprevisível

do demandante, provocando o racionamento de crédito, conforme demonstrado inicialmente por Stiglitz e Weiss.

A possibilidade da existência de demandantes de crédito não atendidos pelos bancos, a despeito da disposição de pagarem uma taxa de juro mais elevada que a praticada, já havia sido notada por Keynes no Tratado, quando discutia a possibilidade dos bancos interferirem na taxa de investimento, via limitação do crédito, portanto no nível de preços (KEYNES, 2012, v. II, cap. 37)²³.

3.3 O RACIONAMENTO DE CRÉDITO COMO CONDUTA ÓTIMA DO SISTEMA BANCÁRIO

Um comportamento, há muito estudado, é a prática de um preço, em alguns mercados, por um dado participante, que termina por influenciar o comportamento do outro, seja este ofertante ou demandante, fazendo com que o próprio preço modifique a conduta do outro, em relação à esperada.

Esses modelos alternativos de equilíbrio de mercado caracterizam-se pela violação de alguns pressupostos, exigidos nas análises tradicionais, a exemplo da consideração do preço de equilíbrio como sendo aquele que assegura todo atendimento da demanda (ou oferta), em seus desejos de maximização, não modificáveis, posteriormente, em relação ao preço pactuado.

Obviamente tal equilíbrio não assegura do ponto de vista macroeconômico, um crescimento compatível com a disponibilidade de recursos, nem uma melhoria na distribuição de renda. Na literatura microeconômica tradicional, esta seria considerada uma situação conflitante com um ótimo paretiano.

Segundo Stiglitz e Weiss os bancos, ao emprestarem, estão preocupados com a taxa de juros e o risco do empréstimo, porém a própria taxa de juros cobrada é capaz de afetar o risco da

²³ Seu argumento é que existiria uma *franja* insatisfeita de tomadores de empréstimos – ao menos na Grã-Bretanha - independentemente do nível de demanda global, frente à oferta de fundos e o nível de taxa de juros, que produziria um efeito adicional na determinação do volume de investimento, ao qual ele denomina de *racionamento de empréstimos*. Mais adiante ele sugere a existência de outros elementos da prática bancária, além das garantias e o juro aceito pelo cliente, que definiriam a concessão de crédito.

operação e, portanto, o retorno esperado. Isso ocorreria devido à combinação de dois elementos a seleção adversa e o efeito incentivo provocado nos tomadores, em decorrência da informação imperfeita que prevalece no mercado de crédito.

Desse modo, existiria uma taxa de juro ótima que maximizaria o retorno do banco, ao evitar tomadores de maior risco e simultaneamente conter o desejo desses de assumir maiores riscos, em função de maiores taxas de juros, comparativamente ao retorno do projeto analisado. A citação que segue descreve bem a segunda situação.

Similarly, as the interest rate and other terms of the contract change, the behavior of the borrower is likely to change. For instance, raising the interest rate decreases the return on projects which succeed. We will show that higher interest rates induce firms to undertake projects with lower probabilities of success but higher payoffs when successful (STIGLITZ e WEISS 1981, p. 393).

Diante desses fatores, a decisão do banco é praticar uma taxa de juros que maximiza seu retorno, ainda que haja tomadores de empréstimos não atendidos, mesmo que dispostos a pagar taxas mais elevadas, caracterizando o racionamento de crédito.

Em uma situação de equilíbrio convencional (mercado concorrencial sem ruídos de informação), aumentos da taxa de juros, para uma determinada disponibilidade de fundos, levariam a retornos crescentes do banco, mas a seleção adversa devido a diferentes níveis de aversão ao risco provocaria um movimento inverso que seria mais significativo, segundo os autores. Dito de outra maneira, se há dois grupos de tomadores um com menos apetite ao risco que outro, a taxa de juros que o primeiro efetivaria um empréstimo tenderia a ser menor que a do segundo. Caso haja uma elevação da taxa de juro acima do nível suportado pelo grupo de menor apetite ao risco, haveria um deslocamento da demanda para o segundo grupo, deteriorando o retorno esperado do banco. Assim segundo a afirmação dos autores o banco poderia aumentar seu retorno a uma menor taxa de juros, mantendo uma proporção relativamente maior de clientes de menor risco.

Observando a questão do comportamento de um dado tomador em razão do seu maior endividamento médio, Aldrighi assinala qual a melhor atitude do credor, ao afirmar que:

Quanto maior o leverage do devedor, maior a despesa com obrigações financeiras e, portanto, maior o risco de default. O maior endividamento incita o devedor, ademais, a um comportamento do tipo moral hazard. Desse modo, o racionamento do crédito pode constituir uma solução ótima para o credor, uma vez que, em sua avaliação, qualquer prêmio adicionado sobre a taxa de juros pode não compensar o incremento no risco de default ensejado pelo aumento no grau de endividamento (ALDRIGHI, 2006, p. 148).

Stiglitz e Weiss retomam a questão do incentivo a mudanças de comportamento do tomador, ante uma elevação da taxa de juros e a precaução que o banco deve adotar, assumindo duas premissas: primeiro as diferenças de preocupações do tomador e do prestador em relação aos fins do financiamento; segundo, o fato do comportamento do tomador não poder ser monitorado permanentemente pelo prestador sem que haja custos. Em razão dessas duas premissas que são factuais os autores afirmam que o aumento da taxa de juros aumenta a atratividade relativa de projetos de maior risco, com implicações desfavoráveis sobre o retorno do banco e concluem.

Hence, raising the rate of interest may lead borrowers to take actions which are contrary to the interests of the lender, providing another incentive for banks to ration credit rather than raise the interest rate when there is an excess demand for loanable funds (STIGLITZ e WEISS 1981, p. 401).

Outro aspecto analisado em relação à seleção adversa é que em geral aumentos nas exigências de colateral, como forma de mitigar o risco do financiamento pode resultar em redução do retorno do banco, em diversos grupos de tomadores.

No caso de grupo de tomadores com igual nível de riqueza, em que os projetos pequenos tendem a ser mais arriscados; uma redução na razão dívida, patrimônio líquido deverá reduzir o retorno do empréstimo.

Outro exemplo do efeito adverso do aumento do colateral ocorreria em situações em que os tomadores potenciais possuem patrimônios diferentes e todos os projetos requerem o mesmo investimento. Nesse caso, conforme citação abaixo, exigências adicionais de colaterais,

exequível apenas aos tomadores com maior patrimônio, implicaria em riscos crescentes dos empréstimos, com consequências sobre o retorno esperado do banco.

Wealthy borrowers may be those who, in the past, have succeeded at risky endeavors. In that case they are likely to be less risk averse than the more conservative individuals who have in the past invested in relatively safe securities, and are consequently less able to furnish large amounts of collateral (STIGLITZ e WEISS 1981, p. 402).

A conclusão dos autores é que tanto o aumento das taxas de juros, quanto o aumento das exigências de colateral aumentariam o grau de risco da carteira do banco, visto que desencorajaria investidores seguros e induziria os tomadores a empreenderem projetos de maior risco. Portanto nenhum desses instrumentos deve ser utilizado para solucionar o excesso de demanda por crédito que, em geral, caracteriza este mercado, conforme afirmação que segue.

Hence neither instrument will necessarily be used to equate the supply of loanable funds with the demand for loanable fund (STIGLITZ e WEISS, 1981, p. 408).

Obviamente, tal processo de determinação do retorno máximo do banco, em condições de informações imperfeitas, trará implicações macroeconômicas em termos do volume de crédito disponível, tanto para o atendimento do período de produção, como para o nível de investimento. Em uma perspectiva keynesiana, isso afeta a demanda agregada, ainda que proteja o sistema bancário de problemas de rentabilidade e liquidez e conseqüentemente a riqueza e os saldos de rendimentos da sociedade.

Em um segundo trabalho, os autores, visando tornar a análise mais realista, introduzem a situação de contratos multiperíodos, em que o tomador de crédito recorrerá continuamente ao banco. Nessa circunstância o contrato passa a ser contingencial, ou seja, um novo empréstimo, ou melhores taxas de juros em período subsequente, subordinam-se ao desempenho do crédito concedido no primeiro período.

Esse modelo, ao introduzir novas questões, permite que o banco possa praticar uma taxa de juros maior no primeiro período, sem o risco de um retorno decrescente em razão da seleção adversa e das ações do tomador, ao se defrontar com uma maior taxa de juros (risco moral), ações que não são controláveis pelo banco.

Portanto, os bancos, ao elaborarem contratos condicionais, através de outros mecanismos de incentivo, estão aptos a cobrar uma taxa de juro maior, no primeiro período, sem os riscos inerentes aos aspectos que determinam o racionamento de crédito abordado no trabalho anterior.

The conditional contracts provide a non-price incentive for firms to engage in safe projects (and thus enable banks to charge higher interest rates in the early periods) (STIGLITZ e WEISS, 1980, p. 3).

O modelo desenvolvido impõe uma série de situações não observáveis em um modelo de equilíbrio convencional. Primeiramente, caso o banco de relacionamento do cliente se recuse a realizar novo empréstimo este não dispõe da possibilidade de buscar esse novo empréstimo em um banco concorrente, dadas as condições vigentes no primeiro contrato que dificultam sua mobilidade. Um segundo aspecto, não desprezível, é que as informações sobre tal cliente não estão disponíveis no mercado, de modo que o banco concorrente terá dificuldade em obter informações prévias do cliente. Esses dois aspectos fazem com que os clientes do banco **A** e os clientes do banco **B** não sejam *substitutos perfeitos* (STIGLITZ e WEISS, 1980, p. 5).

Conforme apontam os autores, embora haja um mercado concorrencial na disputa por clientes e informações igualmente disponíveis aos credores, depois de firmado o contrato tais condições se modificam, dados os estímulos estabelecidos. “Ex post the market lacks the property of anonymity that we usually associate with competitive markets.” (STIGLITZ e WEISS, 1980, p. 5).

Para eles, a escolha do tipo de racionamento utilizado pelo banco, se taxa de juro teto, como no primeiro estudo, ou se contratos contingenciais, em situação de múltiplos períodos, dependeria da magnitude do custo de captação enfrentado pelo banco. Este custo, no modelo adotado pelos autores, seria formado em um mercado concorrencial de captação de fundos.

O uso de incentivos contratuais não baseados em preço (a exemplo do compromisso de assegurar empréstimos no segundo período) pode permitir ao banco, também, praticar uma taxa de juro menor, ainda que o retorno esperado dos projetos do segundo período seja maior que o do primeiro, tornando esses empréstimos rentáveis. O contrato contingencial fornece um estímulo adicional que evitaria um comportamento de maior risco por parte do tomador, no primeiro período.

It is the availability of the contingency contract as an incentive mechanism, providing an additional (nonprice) inducement for less risk in first period behavior, that makes first period loans profitable even $r^*_1 < r^*_2$ (STIGLITZ e WEISS, 1980, p. 36).

Eles concluem afirmando que uma grande virtude do modelo é demonstrar que o equilíbrio de mercado pode ser alcançado com contratos contingenciais em que algumas eventualidades podem implicar fim do relacionamento entre banco e o tomador de empréstimo²⁴, ainda que a probabilidade de retorno ou inadimplência do empreendimento que teve crédito recusado seja igual ao do que continua recebendo empréstimos do banco, ambas aleatórias.

Thus the conventional characterization of competitive equilibrium as necessarily implying supply equals demand is, we would argue, incorrect. Prices Will not necessarily clear markets when firms (banks) compete, and when prices are used both as instruments to attract customers and to affect either who the customers are, or how they behave (STIGLITZ e WEISS, 1980, p. 59).

Outra característica do equilíbrio nesse mercado é que um banco poderia praticar taxas menores que a de mercado, caso considere que essas taxas aumentariam seu lucro. Essa situação, certamente, é incompatível com a de um mercado competitivo, visto que um banco teria incentivos para praticar uma taxa de juros diferente daquela de equilíbrio entre oferta e demanda.

²⁴ É importante reafirmar que o modelo desenvolvido por eles se aplica a diversas situações de mercado envolvendo a relação principal/agente.

Por fim, a situação de concorrência antes de um contrato ser estabelecido é completamente diferente da situação pós-contrato. Neste segundo momento a perda da propriedade do anonimato pelo indivíduo passa a restringir a possibilidade de escolha concorrencial de outra instituição, para um novo relacionamento.

O elemento central em ambos os trabalhos é o efeito da assimetria da informação sobre o equilíbrio de mercado, fazendo com que, no mercado de crédito, ocorra uma demanda insatisfeita à taxa de juro praticada pelos bancos, ainda que os tomadores se disponham a pagar uma taxa maior. O segundo trabalho apenas destaca a possibilidade de contratos condicionais, no relacionamento cliente/banco, dada a existência de múltiplos períodos, criando a possibilidade de incentivos contratuais não preço.

Com relação à importância da questão da informação no campo da microeconomia alguns autores apontam que estudos anteriores, de Grossman e Stiglitz, sobre o custo da informação e as condições de equilíbrio geral, levam a concluir que, por exemplo, os preços das ações possam não refletir *perfeitamente as informações disponíveis* (ALDRIGHI, 2006, p.144)²⁵. Esta suposição representa um forte questionamento à hipótese dos mercados eficientes - HME, conforme a citação que segue.

Ao demonstrarem que a HME combinada com custos positivos de informação implica o colapso dos mercados competitivos, esses dois autores desnudam o contra-senso que marca essa hipótese (ALDRIGHI, 2006, p.146)

Podemos afirmar que a principal contribuição de Stiglitz e dos economistas que junto com ele produziram artigos nas décadas de 1970 e 80 foi destacar a relevância da disponibilidade e do custo da informação na oferta de crédito e de capital de risco às empresas e, conseqüentemente, no nível do produto e na taxa de investimento. Segundo eles, as imperfeições de informação afetariam o custo efetivo do capital, mesmo considerando-se constante a taxa de juros. “Para eles, essas imperfeições poderiam explicar variações no custo

²⁵ Citando o seguinte trabalho: On the Impossibility of Informationally Efficient Markets.” *American Economic Review* 70(3): 393-408, June 1980

de capital da empresa não relacionadas a variações observadas nas taxas de juros” (ALDRIGHI, 2006, p.150).

Uma tentativa de associação da imperfeição da informação com as contribuições de Keynes, quanto ao papel da incerteza na preferência pela liquidez, e seus efeitos sobre a disponibilidade de fundos, a taxa de juros e o nível de investimento, poderia ser extraída do próprio significado desse conceito. A incerteza para Keynes não possui uma distribuição aleatória nem é uniforme no conjunto da sociedade, apresenta viés que também se modifica no tempo, tornando a informação de difícil acesso e parametrização. Em geral a informação passada tem pouca utilidade para decisões futuras. Dentre alguns elementos considerados nas decisões dos agentes que as tornam pouco racionais estão: a) o uso, em suas avaliações e decisões, de elementos que pouco significado tem na determinação da renda esperada; c) a ideia prevalecente entre os agentes de mercado que a distribuição dos erros de avaliação é simétrica; d) ênfase dos analistas de mercado em preverem movimentos de curto prazo, visando assessorar e apoiar pequenos grupos, para que estes possam se antecipar aos movimentos coletivos esperados (KEYNES, 1983, p. 114).

Ao analisar a questão do desenvolvimento desigual entre as nações, Stiglitz também se utiliza dos aspectos da informação e do grau de institucionalização para explicá-la. Para ele a incerteza e o risco são maiores nesses países, o que nos levaria a induzir que existiria uma limitação no potencial de crescimento, à medida que a disponibilidade de fundos, sobre a forma de crédito ou capital de risco é menor, assim como o nível do produto.

Os países em desenvolvimento caracterizam-se por apresentarem maior grau de incerteza e de risco, pois estão mais frequentemente sujeitos a choques e mudanças de diversas ordens — de política econômica, de política, do marco regulatório etc. Ademais, a debilidade dos arranjos institucionais nessas economias dificultaria o desenvolvimento dos mercados (e ausência de mercados ou mercados incipientes são um traço distintivo das economias em desenvolvimento) e a atenuação das ineficiências desses mercados (ALDRIGHI, 2006, p. 153).

Ao discutirem a possibilidade de obtenção de custos sociais menores que os privados com uso de políticas públicas, Stiglitz e coautores deixam antever que a redução da assimetria da

informação poderia ser alcançada através de política que levasse a eliminação das falhas de mercado.

[...]caberia ao governo afrouxar as restrições financeiras à produção e aos investimentos por meio da criação, uso, aprimoramento, e aprofundamento dos mercados; pelo estímulo à constituição de instituições extra-mercado que atenuem os efeitos das falhas de mercado; pela regulamentação do setor financeiro de modo a assegurar que seus participantes tenham os incentivos adequados, usem a informação de modo eficiente e tomem decisões prudentes; pelo fortalecimento das estruturas legais que garantam a observância dos contratos; e pelo enfrentamento de certas externalidades de informação (via subsídios ou impostos) (ALDRIGHI, 2006, p. 154).

As correntes pós-keynesianas e marxistas fazem objeção à concepção de que o desenvolvimento de instituições que melhorassem a difusão da informação, juntamente com contratos melhor elaborados e normas e leis que garantissem o cumprimento desses, tenderiam a reduzir o racionamento de crédito.

Para os primeiros, há uma crônica instabilidade no funcionamento do sistema financeiro, o que levaria a uma preferência pela liquidez, ante a incerteza, impossível de gerar distribuição de probabilidade que definam riscos. Já os marxistas salientam a relevância do capital financeiro na condução do capital produtivo, sua grande mobilidade internacional, e as contradições momentâneas entre os interesses de frações do capital, com relação à apropriação do produto, como principal causa das ondas especulativas que tornam as crises recorrentes.

A causa primordial dessas crises se encontra na diferença entre o montante, sempre mais elevado, dos créditos sobre a produção em curso e futura e a capacidade efetiva do capital engajado na produção os honrar, mesmo com a ajuda de políticas macro-econômicas dos Estados, mesmo com crescimento sem cessar das taxas de exploração da força de trabalho (MARQUES e NAKATANI, 2009, p. 17)²⁶.

²⁶ Citação de Chesnais.

Em ambos os casos, a consequência são os ciclos econômicos que afetam o retorno dos negócios e dificultam o financiamento do desenvolvimento, tornando o crescimento econômico, na maioria dos países incipiente, ante a disponibilidade de recursos.

3.4 CONTRIBUIÇÕES PÓS-KEYNESIANAS À TEORIA DA FIRMA BANCÁRIA

O aspecto inicial a destacar nessa concepção é o caráter ativo atribuído à firma bancária, em uma economia monetária de produção, em oposição ao papel passivo desta, na teoria neoclássica. Nesta, o comportamento de maximização dos lucros, por parte dos bancos, requer a otimização de uma carteira de ativos com graus distintos de liquidez, dado o volume de depósitos à vista. Já na perspectiva pós-keynesiana os bancos estão revendo, a todo o momento, sua carteira de ativos, em um ambiente de incerteza quanto ao futuro, o que requer um ajuste simultâneo em seus passivos, de modo a obter a maior rentabilidade das aplicações, considerando sua preferência pela liquidez.

Começamos, entretanto, destacando uma discussão que gera controvérsias entre os pós-keynesianos, que é a absoluta elasticidade da oferta de crédito, e da moeda, visto que os bancos ao concederem crédito geram, simultaneamente, depósitos – parcela considerável dos meios de pagamento em uma economia contemporânea. Essa interpretação do comportamento bancário denominada de *horizontalista*, em que os bancos são reagentes a qualquer volume de demanda por crédito, a dada taxa de juro pode ser exposta da seguinte maneira (FREITAS, 1999)²⁷. Porque os bancos são reagentes à demanda, necessidades adicionais de reservas, por vazamentos, ou erros de avaliações de crédito são passivamente atendidas pelo Banco Central, a uma dada taxa de juros. Isto quer dizer que a moeda é completamente endógena e, conseqüentemente, a disponibilidade de crédito é determinada apenas pelas condições reais da economia, que determinariam o nível de demanda. Adicionalmente é ignorada a demanda e oferta de crédito destinada às transações envolvendo o estoque de títulos, ou seja, a demanda especulativa por moeda.

A causalidade que determina a expansão monetária resulta inicialmente da demanda por crédito que leva a sua oferta adicional, que por sua vez leva à demanda por reservas, chancelada pelo Banco Central.

²⁷ Freitas (1999) destaca entre os principais formuladores dessa interpretação Kaldor e Moore.

$$\Delta L^d \rightarrow \Delta L^s \rightarrow \Delta R^d \rightarrow \Delta R^s$$

Ao enquadrar o comportamento dos bancos ao modelo geral de conduta da firma em qualquer mercado, Moore afirma que as instituições bancárias atendem passivamente à demanda, não havendo restrição ao crédito e que, para tanto, contam com a disponibilidade de reservas necessária. “As reservas são sempre obtidas sob demanda, a um dado preço” (FREITAS, 1999, p. 115).

Nessa perspectiva a forma do Banco Central inibir a expansão monetária, indesejável ao equilíbrio macroeconômico, seria indiretamente por meio da taxa básica de juro, o que encareceria as reservas, estabelecendo um novo patamar de taxa de juro dos empréstimos, porém assegurando a liquidez do sistema bancário, de modo a não comprometer o *equilíbrio* do sistema.

Uma crítica de outras vertentes pós-keynesianas quanto à fragilidade dessa interpretação é a de que se o Banco Central deve prover reservas, de modo a preservar o equilíbrio dos bancos, não seria razoável supor uma elevação no custo das reservas, como forma de inibir maior demanda por crédito, principalmente considerando que os empréstimos já foram concedidos, a uma dada taxa de juros. Essa conduta levaria, necessariamente, a um custo de obtenção de reservas adicionais, superior aos empréstimos já concedidos. Nessa circunstância, a elevação da taxa básica, também ameaçaria o equilíbrio dos bancos.

Na verdade, o próprio argumento que sustenta a idéia de reservas livremente disponíveis é a necessidade de evitar flutuações na taxa de juros. Em suma, no modelo horizontalista desaparece a política monetária, e não apenas a política dita monetarista (FREITAS, 1999, p. 116)²⁸.

Essa concepção extremada de endogeneidade da moeda implica alguns desdobramentos a saber: inicialmente, a irrelevância das mudanças institucionais no sistema bancário em decorrência da concorrência, que modifica as condições de captação quanto de aplicação, levando os bancos a administrarem os dois lados do balanço; segundo os bancos são agentes econômicos que buscam lucros e para tanto desenvolvem estratégias, com esse objetivo, em

²⁸ A autora citando o texto do Professor Fernando Cardim de Carvalho, Sobre a Endogenia da Moeda: replica ao Professor Nogueira da Costa.

um mundo de incertezas e decisões irreversíveis, em que a moeda de crédito assume papel importante na liquidação dos contratos, visto que os agentes operam alavancados.

Seguindo a concepção de Keynes, vale destacar, como principal característica de uma economia monetária de produção, a forma de atuação dos bancos que resulta na endogeneidade da moeda, ou seja, os bancos ao criarem crédito criam, simultaneamente, depósitos que têm o poder de liquidar obrigações, semelhante à moeda estatal. O segundo fator surge em decorrência da existência da incerteza não probabilística quanto ao futuro o que faz da moeda, mais que meio de pagamento, uma forma dos agentes econômicos preservarem sua riqueza, ante a possibilidade de perda de capital. Essa combinação interfere no valor dos ativos concorrentes e, portanto, no volume e condições de crédito, afetando a atividade econômica.

Sem desejar expandir a discussão teórica quanto à endogeneidade da moeda, deve-se ressaltar que se esta é entendida no sentido de que a oferta monetária é completamente passiva à demanda, estimulada por fatores reais, existiriam, no entanto, questões do lado da oferta que qualificam essa questão. Primeiramente, destaca-se a presença da incerteza quanto ao futuro, que resulta na preferência pela liquidez como um comportamento racional de todos os agentes, inclusive os bancos; segundo, a competição que se estabelece entre os bancos por maior participação no mercado bancário, fundamental para a obtenção de um maior volume de lucro.

Na competição, os bancos criam facilidades na captação de depósitos de distintas modalidades, implicando custos expressos tanto em remuneração monetária, quanto na forma de serviços complementares. De outro lado, auxiliam os emitentes de obrigações, na diversificação dos prazos de vencimento, custos e forma de remuneração, administrando assim os dois lados do balanço, de acordo com suas preferências pela liquidez e a remuneração média esperada de seus ativos (PAULA 1999, p. 15/16).

Outro aspecto que destacaremos mais à frente é a grande flutuação dos empréstimos bancários (e outras formas de obrigações emitidas pelos agentes econômicos), em decorrência de mudanças nas expectativas gerais quanto ao retorno dos ativos (reprodutíveis ou não), que tende a contagiar os bancos, levando-os a assumir maiores riscos, conforme Minsky. Quando

as reavaliações levam a uma reversão dessas expectativas a maior preferência pela liquidez impõe uma revisão da carteira que tende a amplificar as flutuações no ciclo de negócios, tornando essas instituições fonte de grande instabilidade no mundo moderno, para o que contribui a excessiva alavancagem de todos agentes econômicos, contemporaneamente. A esse conjunto de elementos, pode-se adicionar a competição bancária que dentre outras condutas, busca elevar o valor de mercado dos ativos de seus acionistas.

The market value of a bank as of all other profit-oriented entities is the capitalized value of future earnings, and the capitalization rate reflects the market interest rate and the presumed assuredness and expected growth of earnings (MINSKY, 2008, p. 262).

A *teoria da precificação de ativos*, formulada por Keynes, ajuda a compreender a escolha de ativos pelos bancos. Ela demonstra matematicamente o critério de escolha dos diferentes ativos, pela sociedade, conforme o grau de liquidez destes, levando em conta a taxa de retorno do ativo, seu valor esperado de mercado, quando da decisão de aliená-lo, o prêmio de liquidez e o custo de retenção desse ativo (PAULA, 1999, p. 18)²⁹.

Assim a combinação entre liquidez e rentabilidade, que orienta a formação da estrutura de ativos e de passivos do banco interfere diretamente na flutuação da oferta monetária e, portanto, na disponibilidade de crédito na sociedade, tornado o papel dos bancos bastante ativo.

Isto significa que a disponibilidade de crédito poderá diminuir devido a maior preferência pela liquidez dos bancos, sem estar relacionada aos riscos inerentes ao empréstimo, fazendo que o racionamento de crédito possa surgir quase que independentemente dos retornos esperados dos projetos de investimento (PAULA, 1999, p. 21).

²⁹ Cada tipo de ativo possui o que Keynes denominava *taxa própria de juros*, expressa em preços correntes; $r_A = a + q - c + l$, em que a é o valor de esperado de mercado, q é o rendimento do ativo, c é o custo de carregamento e l o prêmio de liquidez. Em equilíbrio a *taxa própria de juros* dos ativos seria igual, fazendo com que o retorno em dinheiro de cada ativo fosse diretamente proporcional ao seu risco de iliquidez.

Pode-se afirmar que a elasticidade da oferta de crédito bancário será determinada, em um modelo simplificado de balanço bancário, pela disponibilidade de ativos líquidos, facilmente conversíveis em encaixes, pela preferência pela liquidez dos bancos e a rentabilidade dos empréstimos. O limite à expansão dos empréstimos, sem o comprometimento das reservas será dado quando a razão entre ativos líquidos e depósitos tender a zero (PAULA, 1999, 22).

Retomando a discussão sobre a flutuação do crédito, em resposta às condições de incerteza, que tendem a elevar o risco dessa carteira, na fase de descenso do ciclo, é necessário um breve comentário. Primeiramente esse risco origina-se da possibilidade de um menor retorno esperado do empreendimento, incompatível com o fluxo de caixa que serviu de referência à concessão do crédito. Segundo da perda de valor do colateral, oferecido em garantia, levando o banco a reforçar sua posição defensiva. Ambos os movimentos dizem respeito ao lado real da economia mais especificamente à dinâmica dos mercados de bens de consumo e bens de capital (PAULA, 1999, 23).

Observa-se, ainda, que essa crise, gerada no lado real da economia, ao afetar o valor dos títulos em geral, fará com que o banco reposicione sua carteira, com ênfase na escolha de títulos que, embora remunerem pouco, assegurem ampla liquidez, a exemplo de títulos públicos, o que contribuirá para reduzir o espaço de absorção de títulos privados.

Uma contribuição esclarecedora sobre o desenvolvimento do sistema bancário – ao menos na Inglaterra – sua capacidade de administração de ambos os lados do balanço, e os desdobramentos para interpretação da mudança no circuito poupança investimento é fornecida por Chick (1994).

Logo no início do texto a autora reafirma a qualificação que havia feito em outra obra, em relação à concepção de Keynes sobre a inversão do circuito poupança investimento, destacando que a discussão teórica desse circuito não pode ser feita de forma independente da evolução do sistema bancário.

Em Chick (1983, cap.9), foi afirmado que a inversão da causalidade na relação entre poupança e investimento, proposta por Keynes (1936), não devia ser vista como a teoria correta triunfando sobre o erro, mas como uma mudança no que constituía a teoria correta, devido ao desenvolvimento do sistema bancário (CHICK, 1994, p. 10).

Na tentativa de identificar estágios do sistema bancário que representem mudanças estruturais em sua forma de atuação, e em suas relações com a sociedade, (CHICK, 1994) desenvolve um modelo estilizado composto por cinco diferentes estágios de evolução dos bancos.

O primeiro estágio representa o período de transição para moeda símbolo, imposta pelo estado e, conseqüentemente, para moeda bancária. Os depósitos resultam, ainda, da existência de uma poupança coletiva, renda não consumida, visto que as transações são realizadas quase que exclusivamente em espécie. Dentre as razões para a pouca relevância das transações, através de lançamentos em contas de depósitos, tem-se o tamanho e a pouca confiança que os bancos inspiravam, resultando em um lento desenvolvimento de um sistema de compensação que permitisse a realização de ordens de pagamento, através de depósitos, entre localidades, ou na mesma localidade.

Assim, os empréstimos dependiam de depósitos que representavam, preponderantemente, poupanças. Sem a ampliação dos depósitos, não haveria ampliação das reservas o que comprometeria a concessão de novos empréstimos.

No segundo estágio, os bancos já passam a ter o poder de multiplicar os depósitos através dos empréstimos. Isso se torna possível à medida que aumenta a preferência do público por depósitos em relação à moeda em espécie, como meio de pagamento. Tal mudança ocorre devido ao aumento do tamanho médio dos bancos, à formação de redes de agências por algumas instituições, e ao uso de acordos de compensação.

A principal consequência macroeconômica desse estágio é o fato de os depósitos se transformarem no principal meio de pagamento, portanto relacionam-se com a totalidade da renda e não apenas com a poupança, como no primeiro estágio. Desse modo, a maior parte das transações é liquidada por meio de movimentação de depósitos, com pouco vazamento de reservas do sistema. Isso permitirá que os empréstimos cresçam como um múltiplo das reservas líquidas, entendidas como o total das reservas deduzida uma pequena parcela necessária à garantia dos saques excepcionais. Desse modo a expansão dos empréstimos e, conseqüentemente, dos depósitos, passa a depender da expansão das reservas.

Como o processo de compensação de ordens de pagamentos entre os bancos torna uns credores e outros devedores, aqueles com excesso de reservas passam a emprestar àqueles

com insuficiência de reservas, surgindo uma nova atividade bancária. Essa nova possibilidade de obtenção de reservas não conflita com a importância de obtenção de depósitos bancários, como forma predominante de sua obtenção.

A relação dos depósitos com a totalidade da renda, diferentemente do estágio anterior, é fundamental no entendimento da possibilidade dos investimentos antecederem à poupança.

Torna-se adequado afirmar que o investimento pode preceder a poupança, pois os empréstimos bancários, baseados tanto em fluxos de consumo quanto em poupanças abrigadas nos bancos, desempenham um papel significativo no financiamento dos investimentos (CHICK, 1994, p. 13).

O elemento que caracteriza o estágio três é a difusão dos empréstimos interbancários que somados aos empréstimos ao público, torna o uso das reservas mais eficiente pelo sistema. Esse elemento não anula o processo causal de determinação dos depósitos, ou seja, o multiplicador dos depósitos, atuando sobre as reservas, através de empréstimos.

O quarto estágio difere do terceiro pela consolidação do Banco Central e a proeminência do seu papel de prestador de última instância, justificado pela responsabilidade com a estabilidade do sistema. O convencimento dos bancos de que esse papel será sempre cumprido, em nome da estabilidade do sistema, é apontada como elemento que irá tornar a concessão de empréstimos pelos bancos, mais elástica. A contenção dos excessos bancários pela autoridade monetária será possível com a aplicação de taxas punitivas no redesconto, ou de taxas mais elevadas nas operações de mercado aberto que, ao afetarem a lucratividade das operações ativas, levam os bancos a uma estratégia de otimização das reservas (CHICK, 1994, p. 14).

O estágio quatro está associado à visão microeconômica, desenvolvida a partir das contribuições de Tobin, que estabelece que o tamanho do banco seria determinado por uma avaliação da rentabilidade marginal dos ativos, considerando-se os custos de obtenção de uma unidade de reserva adicional. As reservas tornam-se irrelevantes na expansão dos empréstimos e conseqüentemente dos depósitos, que são dados exogenamente, sendo que o comportamento maximizador de lucro do banco é o guia na obtenção de reservas adicionais.

A autora chama a atenção que tal entendimento sobre o funcionamento dos bancos levou a um debate, em que uns argumentam que o Banco Central detém o poder de, por meio da base monetária, controlar a oferta de moeda; outros, que a oferta monetária torna-se completamente elástica, pela atuação dos bancos.

[..]. as autoridades monetárias controlam a base de reservas e, portanto, a oferta de moeda — uma abordagem que seria apropriada, no máximo, até o Estágio III —; ou a de que a oferta de moeda é completamente elástica, como afirma, por exemplo, Moore (CHICK, 1994, p. 14/15).

O quinto estágio poderia ser associado ao momento em que a extensão das exigências de reservas alcançou distintas modalidades de instituições financeiras. A consequência foi uma agressiva competição no mercado financeiro, pois, ao mesmo tempo, foram estabelecidas, pelos órgãos reguladores, medidas que mitigavam a cartelização das taxas de juro tanto ativas quanto passivas, pelos bancos.

Nesse novo cenário, os bancos, ao competirem pela captação de depósitos de diversas modalidades, passam também a buscar oportunidades de aplicação que apresentem taxas de retorno, ajustadas ao risco, compatíveis com o custo de captação. Logo, o que difere esse estágio, segundo Chick (1994, p.16) [...] “é *ausência de uma atitude passiva em relação a qualquer dos lados dos balanços dos bancos*”.

Esse estágio, longe de representar alguma transição, possível de ser interpretado através de modelos competitivos, tipo condicionado, sugere a impossibilidade de uma solução *competitiva estável e bem definida*, na explicação de Chick (1994, p.16). Seu argumento é que a especificidade dos mercados financeiros, a exemplo do mercado de crédito, faz com que a demanda por empréstimos seja finita, apenas na ausência de *risco moral*, situação irrealista para grande parte dos tomadores, devido à expectativa de vida indefinida desses demandantes. Em relação à oferta embora existam modelos robustos de avaliação de risco, há inúmeras fontes de erro de avaliação, incluindo a própria estimativa de *risco moral* (CHICK 1994, p.16).

Segundo a autora, diversos episódios de crise bancária nos anos 80 do século passado colocam dúvidas sobre a existência de uma função de oferta e de demanda de crédito bem

definida, na ausência de *racionamento de reservas*. Se a oferta e a demanda não estão bem definidas, uma solução competitiva torna-se improvável (CHICK 1994, p.16)³⁰.

Esses estágios de desenvolvimento do sistema bancário, ao modificarem o circuito poupança investimento, como demonstrado pela autora, ampliaram em muito as possibilidades de desequilíbrio, associados a essas duas variáveis, fundamentais no crescimento econômico.

Em uma economia com precário sistema financeiro, ou caracterizada por empréstimos diretos, a existência de um elo bastante estreito, entre tomador e emprestador, resultava que o valor adiantado pelo segundo, significasse parte de sua renda não consumida, ou seja, poupança.

A sucessão dos diversos estágios levou a que os depósitos se convertessem, como foi dito, nos meios de pagamento por excelência. Isso não só dissocia os depósitos bancários do conceito de poupança, visto que a renda se relaciona, agora, com os depósitos, mas, também, tornam os depósitos ampliáveis através da concessão de empréstimos. Dessa forma, o investimento torna-se independente de poupança prévia. [...] “a poupança equivalente, em primeira instância, seria constituída pelos novos depósitos bancários oriundos da expansão dos empréstimos” (CHICK 1994, p.17).

Dito de outra forma, de um lado, tanto da parte dos indivíduos, quanto das empresas, esses depósitos não representam uma decisão de poupar, ou a existência de lucro, ainda que cheguem ao banco voluntariamente. Eles representam, apenas, a dominância dos depósitos como a principal forma de moeda. Do outro, a plena aceitação dos depósitos não implica a autorização do público, quanto à maneira como os bancos os converterão em ativos. Assim, a administração do balanço dos bancos torna-se independente da vontade dos depositantes. “A partir do Estágio II, os poupadores deixam de ter influência sobre o volume dos negócios bancários ou sobre o volume de depósitos” (CHICK 1994, p.18).

A consequência macroeconômica desse processo é a possibilidade de crises bancárias recorrentes. Isso porque os bancos têm grande poder sobre a oferta monetária e os

³⁰ As crises bancárias se tornaram mais intensas, na última década do século passado e neste, reforçando o argumento da autora que escreveu esse texto, em meados da década de 80. Conforme destaca, ainda, Chick a dificuldade de controle da liquidez, pela autoridade monetária, tem deslocado os critérios de regulação dos bancos para a adequação do capital ao perfil de risco dos ativos.

empréstimos e esta não se relaciona, muitas vezes, com um novo fluxo de renda, fundamental à garantia de sua liquidez, como supõe a literatura convencional.

A conclusão aponta uma tendência, ainda não tão claro à época em que o texto foi escrito, da capacidade dos bancos ampliarem os empréstimos, independentemente da tendência da demanda agregada na medida em que passaram a administrar, conjuntamente, os dois lados do balanço, em busca de lucros crescentes. Desse modo, a questão relevante passa a ser, então, qual a finalidade desses empréstimos, em um ambiente de declínio econômico, e que efeitos macroeconômicos poderiam ter, visto que não geram demanda agregada adicional?

Para melhor qualificar essa questão devemos avaliar as contribuições de Minsky sobre o papel relevante do sistema bancário nos ciclos dos negócios, após a ruptura das condições de funcionamento dos mercados financeiros, em meados dos anos 1960. Sintetizando, ele destaca como elementos fundamentais para a instabilidade macroeconômica, a maneira como são desenvolvidas as estruturas financeiras que garantem a propriedade e o uso dos ativos de capital, e o papel, nada desprezível, das instituições, usos e políticas, ainda que reconheça que a instabilidade seja inerente ao capitalismo.

Further, the financial instability theory points out that what actually happens changes as institutions evolve, so that even though business cycles and financial crises are unchanging attributes of capitalism, the actual path an economy traverses depends upon institutions, usages, and policies (MINSKY, 2008, p. 194).

Para colocar de forma mais clara a atuação conflitante do sistema bancário, em uma sociedade capitalista contemporânea, em que este, ao tempo em que é indispensável à acumulação de capital, torna-se fator de instabilidade permanente, é necessário desenvolver alguns elementos de sua teoria do investimento, relacionada com o comportamento dos bancos. Dentre esses elementos, tem-se: o significado do investimento; o volume e as condições de financiamento em toda cadeia do investimento; mudanças recorrentes nas estruturas de passivos que financiam a acumulação; existência de incerteza no retorno dos investimentos no tempo; e o caráter dinâmico das instituições, uso e políticas como elemento determinante da conduta dos agentes.

O investimento representa uma aposta sobre um fluxo de caixa, em que as *quase rendas* (lucros) ocorrerão ao longo da vida útil do equipamento, cuja aquisição ou uso deve, portanto, atender as expectativas de um resultado exitoso, da parte do empresário. O investimento é, porém, um processo complexo, envolvendo expectativas sobre o futuro, em relação ao mercado do produto, à taxa de juros, aos preços e salários, assim como relações com o fornecedor do bem de capital, dentre outras variáveis. Para focar na questão financeira, atenhamo-nos em um aspecto relacionado ao fornecedor. Este, para produzir o bem de capital estabelece, possivelmente, relações financeiras com bancos, implicando que um dos componentes do custo operacional passa a ser o juro. Tem-se, assim, que a taxa de juro passará a ser importante no custo de produção do bem de capital, quanto maior for a proporção de financiamento na sua produção, nesse caso a taxa de juro de curto prazo, pois se trata de financiamento do ciclo de produção.

Do lado do investidor, o nível de concorrência, a dimensão atual das empresas e a complexidade dos processos de produção impõem uma magnitude ao investimento que extrapola os lucros acumulados, como meio fundamental de financiá-los. Então o financiamento externo dos bancos (assim como a emissão de debêntures e ações) surge como a forma de viabilizar a aquisição do bem de capital e outras transações que ocorrem até a maturação do investimento. Este processo de oligopolização dos mercados fez com que a atividade bancária, que no capitalismo concorrencial estava associada ao financiamento do ciclo de produção, passasse a se envolver também com o financiamento dos investimentos, resultando conforme menciona Minsky (2008, p. 222) [...] “uma falta de sincronização entre pagamentos contratuais de dívidas e recebimentos operacionais [...]”³¹. Assim, credor e investidor são dependentes de suas apostas em relação a um fluxo de caixa futuro esperado, que muitas vezes, mostra-se insuficiente, dado o padrão de financiamento.

O fluxo de caixa do ativo de capital, descontado a uma dada taxa média de remuneração dos ativos concorrentes, deverá gerar um valor igual ao preço de demanda do investimento. Na medida em que o investimento envolve financiamento bancário, a referência, tanto do

³¹ Sua justificativa para a falta de sincronização é a necessidade permanente de renovação dos empréstimos, na medida em que os fluxos de receitas operacionais ocorrem em um tempo muito maior que o prazo contratual de amortização do empréstimo. No capítulo 9, ele irá desenvolver uma análise das condições que levam, presentemente, ao financiamento de ativos de capital com dívidas de curto prazo, e para os bancos ativos financeiros de longo prazo com passivos de curto prazo, criando possibilidade de estruturas financeiras especulativas.

empresário, quanto do banco deve ser a taxa de juro praticada, portanto o fluxo de caixa passa a ter como referência a taxa de juro praticada³². Esse valor presente assegura um preço que permite a negociação dos ativos de capital, na forma de hipotecas, assim como seu desdobramento em demais ativos financeiros, negociáveis tanto pelo proprietário do bem de capital, quanto pelo banco detentor do contrato de empréstimo. Isto faz com que o investimento se torne um fenômeno financeiro como destaca Minsky.

As flutuações tanto dos lucros gerados por unidade de tempo, bem como nas taxas de juro fazem com que o valor dos ativos se modifique a cada momento, afetando as condições e o volume de crédito disponível ao empresário, em relação à operação inicial de aquisição do ativo de capital. Os ativos e os correspondentes passivos, gerados em sua aquisição, estão sendo reavaliados a cada momento, principalmente quando há mercados organizados e com bastante liquidez, com o cita Minsky (2008, p. 208). “In the world of Wall Street, every corporate takeover and merger involves a change in the liability structure for financing capital-asset ownership”.

Outro elemento fundamental ao entendimento da instabilidade financeira é a existência da incerteza que torna os fluxos de caixa esperados, tanto por credores, quanto tomadores de empréstimos, uma possibilidade. A incerteza é algo que está presente nas decisões econômicas, fazendo com que as posições assumidas hoje, cujos resultados ocorrerão em um lapso de tempo relativamente grande, dependam de muitos fatores, que mudam ao longo do tempo. Isso torna impossível sua conversão em risco a ser incorporado à taxa de juro. Portanto, quando as condições se modificam, a busca de liquidez afeta os preços dos ativos e modifica a estrutura de obrigações vigentes.

A mudança dessas condições resulta, muitas vezes, do comportamento dos agentes, em relação às suas decisões de investimento e consumo, assim como a execução do orçamento do governo, afetando a demanda agregada, mas também pode resultar de distúrbios financeiros. Esses distúrbios são gerados por mudanças nas estruturas de obrigações, refletindo, a maior preferência pela liquidez, ao que se associa a criação de novas modalidades de instrumentos

³² Não se está ignorando o conceito de custo de oportunidade, em um mundo com amplo leque de instrumentos financeiros, como alternativa de ganho aos ativos de capital. O que se destaca aqui é o fato deste ser um custo implícito, enquanto a taxa de juro da obrigação contratual é explícita.

que se adequem a essa mudança de comportamento dos agentes. Essa fonte de instabilidade que se inicia com mudanças na composição de carteira, em resposta à incerteza quanto à taxa de juros e a liquidez dos títulos, é evidenciada, segundo Minsky, a partir da segunda metade dos anos 1960, quando o setor bancário começa a experimentar uma multiplicidade de instrumentos financeiros, visando ampliar seus lucros, em razão da maior concorrência.

The sources of the change can be traced to profit opportunities open to financial innovators within a given set of institutions and rules; a drive to innovate financing practices by profit-seeking households, businesses, and bankers; and legislative and administrative interventions by governments and central bankers (MINSKY, 2008, p. 219)³³.

Outro elemento importante é a natureza da atividade bancária que evolui, em razão das mudanças nas relações entre as empresas não financeiras e o setor financeiro, entre as organizações no interior do setor financeiro, e entre todo o segmento empresarial e o Estado. As reações das instituições de Estado, em resposta à agressividade concorrencial do setor financeiro e as formas de respostas destes representam parte importante na discussão do aspecto institucional bancário. Esse complexo conjunto de relações levam a mudanças no conceito relevante de moeda, o que torna os mecanismos de controle monetário, utilizado no passado pelos Bancos Centrais, atualmente obsoletos.

Minsky irá atribuir a pouca distinção entre os clássicos bancos e demais instituições financeiras à dinâmica das relações, anteriormente citadas, e às leis que buscam institucionalizá-las, o que implica considerar de pouca relevância as distintas funções econômicas atribuídas a cada instituição.

Apesar das dificuldades conceituais, o autor considera que instituições recebedoras de depósitos a vista ainda apresentam uma importância especial, devido ao fato de seus passivos representarem moeda e ao caráter especial da moeda em uma economia de crédito.

Money is not just a universal ration coupon that makes trading possible without a double coincidence of wants: it is a type of bond that arises as

³³ Minsky escreveu em meados de 1980, referindo-se à realidade dos EUA. Vale salientar que àquela época ele já atribuía a instabilidade financeira a principal causa da excessiva flutuação no ciclo dos negócios.

banks finance activity and positions in capital and financial assets (MINSKY, 2008, p. 250).

À medida que ganha destaque esse caráter da moeda - resultado da relação entre o financiamento bancário e as posições em ativos de capital e financeiros dos demais agentes - tem-se, então, de forma mais evidente, a explicação de como a oferta monetária afeta o valor presente dos ativos de capital.

Isso ocorre, considerando-se a relevância do financiamento externo, porque à medida que varia a demanda por financiamento, dado o volume anterior de financiamento concedido, ocorrem mudanças nos termos do contrato que modifica o custo do financiamento, ou a capacidade de cumprimento das demais exigências contratuais, além da taxa de juro. Assim o resultado, admitindo-se o mesmo fluxo de caixa por unidade de capital, será a variação no valor presente do ativo de capital e no seu preço de demanda.

Ao tempo em que asseguram o ciclo de produção e o investimento nos diversos mercados de bens e serviços, através do crédito, os bancos desenvolvem seu negócio com o objetivo de gerar lucros, através da combinação de estruturas de ativos e passivos. Esse lucro é gerado, principalmente, por diferenciais de taxas de juro, entre fundos aplicados e captados. Os ativos se constituem de diversas categorias, implicando taxas de juros fixas, flutuantes, de curto e longo prazo, com graus distintos de liquidez e risco. Já os passivos que lastreiam essas operações são os depósitos a vista, as diversas modalidades de depósitos remunerados e outras obrigações, além do patrimônio líquido³⁴.

A concorrência e a necessidade de lucros crescentes impõem a ampliação da carteira de clientes tanto em operações passivas quanto ativas. Como discutido no início dessa seção, o fato de o banco administrar os dois lados do balanço leva a que não exista uma sequência lógica entre operações ativas e passivas, ou seja, para financiar ele não necessita inicialmente captar, assim como a captação não está vinculada a uma operação ativa específica.

³⁴ Há, ainda, os passivos potenciais que representam obrigações a serem liquidadas caso seus clientes não cumpram determinadas transações com terceiros, endossadas pelo banco. A estes passivos correspondem potenciais ativos que são as obrigações de seus clientes, por carta de crédito ou endossos.

A geração de receitas é o elemento inicial à obtenção de lucros. Sua geração requer que o banco se antecipe à demanda, ofertando crédito em suas variadas formas. Para tanto, deve estruturar operações robustas para potenciais demandantes o que requer o conhecimento preciso do negócio do demandante de empréstimo e, portanto, sua capacidade de gerar caixa em volume suficiente para liquidação dos compromissos contratuais incluindo a amortização e remuneração do valor do crédito concedido e utilizado. “If loans are structured so that anticipated cash flows fulfill the contractual commitment, then the borrowers and the lenders are engaged in hedge finance (MINSKY, 2008, p. 260)³⁵.

Como foi assinalado anteriormente, essa era uma característica predominante do crédito, concedido em um padrão de economia que não corresponde à realidade presente, denominado de crédito comercial.

A dinâmica atual da economia leva a que parcela considerável de financiamentos esteja atrelada a ativos que não se transmitem integralmente, durante o ciclo de produção e realização do produto, como se dava anteriormente. Os empréstimos superam em muito os fluxos de caixa corrente, uma vez que eles estão comprometidos com vários ciclos de produção, requerendo, assim, o permanente refinanciamento, o que torna o passivo dependente dos fluxos de caixa de longo prazo e das condições de refinanciamento futuras definidas pelos bancos.

À proporção que as obrigações contratuais de um empréstimo passam a exigir a interposição de uma garantia, visto que o caixa gerado durante o ciclo de produção é insuficiente para a liquidação da operação, tem-se a possibilidade do surgimento de financiamentos especulativos ou Ponzi. Isso acontece porque a liquidação da dívida passa a depender de refinanciamentos, ou, em casos extremos em que os fluxos das *quase rendas* esperadas não se realizam, passa a depender do valor de mercado do colateral, oferecido em garantia. Tem-se, desse modo, a possibilidade de desenvolvimento de estruturas ativas e passivas bastante frágeis tanto para o

³⁵É importante sumarizar o conceito de finanças hedge, especulativa e Ponzi. As finanças hedge implicam que a unidade devedora é capaz de realizar um fluxo de caixa suficiente para o pagamento de todos os seus compromissos contratuais. As finanças especulativas resultam da possibilidade do fluxo de caixa e ativos líquidos, em dado momento, não serem suficientes para liquidar os passivos de empréstimos em seus vencimentos, exigindo a rolagem da dívida. As finanças Ponzi exigem a ampliação do passivo, haja vista a insuficiência de caixa para cobrir compromissos, até operacionais.

tomador, quanto o credor, em razão da quantidade de indeterminações relacionadas ao futuro incerto.

Essa instabilidade passa a ser algo latente devido à forma como operam os bancos, ou seja, necessitam ampliar o tamanho de seu balanço de modo a obter lucros crescentes e assim, aumentarem a rentabilidade sobre o patrimônio líquido. Esse processo denominado de alavancagem, razão entre total de ativos e patrimônio líquido, torna-se fundamental ao desempenho bancário, no mundo moderno.

A ampliação do balanço implica uma administração agressiva dos ativos e passivos que viabilize os lucros crescentes. A política de ampliação da carteira, envolvendo a aquisição de títulos, leva os bancos a serem mais flexíveis, na avaliação dos riscos do crédito, envolvendo a qualidade dos colaterais oferecidos em garantia. A agressividade do lado passivo implica a venda de títulos lastreados na securitização de ativos de crédito cuja qualidade, em muitos momentos, torna-se de difícil de avaliação pelo comprador. Tudo isso tem um objetivo final, que é a necessidade de elevar o valor de mercado do acionista e elevar os ganhos dos executivos.

Sintetizando, em relação ao efeito desestabilizador do sistema bancário, provocado pela busca crescente de lucro e valorização da riqueza do acionista, Minsky destaca o papel, muitas vezes equivocados da autoridade monetária, em momentos de crise, quando amplia a rede de proteção do sistema financeiro, garantindo liquidez a instituições que não fazem parte do sistema de reservas. Outro ponto destacado é o risco moral, advindo do elevado patamar de seguro oferecido aos detentores de obrigações bancárias, tornando-os negligentes em relação práticas bancárias e a elevada alavancagem de seus balanços.

However, because of deposit insurance and the merger technique of dealing with distressed banks, depositor surveillance has disappeared (MINSKY, 2008, p. 282).

4 O Tratamento da Moeda na Economia Regional

4.1 ALGUMAS CONCEPÇÕES TEÓRICAS DA ANÁLISE REGIONAL

A despeito da vasta literatura de economia regional, produzida por distintas correntes do pensamento econômico, seu tratamento tem enfatizado, predominantemente, as questões relacionadas ao lado real da economia, a exemplo do nível de renda, estrutura produtiva, fluxos de mercadorias e de poupança inter-regionais, padrão de acumulação de capital, etc. Tais questões são, por excelência, o objeto de análise, na tentativa de encontrar explicações para os diferentes estágios de desenvolvimento das regiões, ou, o padrão de acumulação regional, segundo outros autores.

Embora não ignoremos a predominância da demanda agregada e, em particular do investimento, no crescimento econômico não podemos desconsiderar o papel desempenhado pelos fluxos financeiros e pelo sistema bancário nesse processo. Isso se torna mais verdadeiro à medida que a teoria tem demonstrado que a oferta monetária não é algo sob o controle absoluto da autoridade monetária e sim, o resultado de uma interação dinâmica entre agentes econômicos, em resposta à política monetária, fazendo com que a criação de moeda seja parte do processo econômico.

Tentaremos, nessa seção, apresentar enfoques das diferentes abordagens da questão locacional e das desigualdades regionais que subsidiaram os estudos em relação aos possíveis impactos da oferta monetária e do crédito sobre a região.

Uma possível tipificação das principais contribuições ao estudo da economia regional, no escopo do processo fordista de produção, as distribui entre as teorias clássicas da localização e as teorias do desenvolvimento regional (CAVALCANTE, 2007)³⁶.

³⁶ O autor caracteriza a primeira corrente reunindo um conjunto de autores desde von Thünen a Walter Isard, enquanto o segundo reuniria autores como Marshall, Myrdal e Hirschman. O que unifica as contribuições da primeira é a concepção de livre mercado e de ganhos constantes de escala. Já a segunda se caracteriza pelo entendimento da existência de fatores de aglomeração que tendem a levar a desigualdades regionais.

Dentre as correntes hegemônicas do pensamento econômico, aquela que utiliza modelos de equilíbrio geral expôs, inicialmente, a questão regional em termos de localização da firma, levando em consideração as implicações da distância na formação dos preços dos fatores e dos bens. De forma simplificada, as primeiras contribuições indicavam que a localização da firma no ponto *A* seria superior ao ponto *B*, se os custos da matéria prima fossem superiores ao custo da mão de obra. Considerando-se uma menor mobilidade da mão de obra o resultado seria a localização ótima da firma naquela localidade de menor custo. Certamente esse não é o único elemento a explicar a diferença de renda e bem estar entre as localidades. Em condições de plena mobilidade dos fatores e inexistência de imperfeições de mercado, o diferencial de renda e crescimento seria explicado por fatores exógenos: a qualidade relativa dos fatores; e a tecnologia. Assim fricções de mercado que geram problemas alocativos entre as regiões, seria uma situação de curto prazo, corrigidas pela mobilidade dos fatores, fazendo com que apenas os elementos mencionados anteriormente prevaleçam em um novo equilíbrio.

Quanto à moeda, seu incremento, por exemplo, é visto como um elemento que afeta momentaneamente a renda pelo efeito riqueza, até que um novo equilíbrio seja alcançado a um nível de preços superior, porém sem qualquer consequência do lado real no longo prazo. Tal análise propõe sua validade quer em economias fechadas ou abertas.

Thus, global monetarists argue that, **in the long-run**, money has no effect on output and that a money supply increase in one country has the same outcome in terms of the level and distribution of nominal international aggregates as would the same increase occurring in another country (DOW 1982, p. 22).

Há três razões importantes que explicam a pouca relevância atribuída ao estudo da moeda e da política monetária, na perspectiva regional, pelo *mainstream*: primeiramente, a suposição de que se a moeda é neutra na análise macroeconômica, também o será em uma análise regional; segundo, o fato de os estados subnacionais não possuírem ferramentas de política monetária, que são do domínio nacional; terceiro, ainda que as regiões praticassem política monetária, sua excessiva abertura e a plena mobilidade de capitais inter-regional tornaria pouco relevante a prática de política monetária regional, já que a moeda torna-se endógena regionalmente (FUENTES, 2006, p. 3).

Desse modo é comum que essas análises, ao adotarem o suposto da neutralidade da moeda no longo prazo, considerem que qualquer efeito regional observado na operação da política monetária seja atribuído às imperfeições de mercado, ou diferenças estruturais entre regiões. Entendidas tais diferenças, por exemplo, como a resposta do produto ao incremento do investimento, atribuível, dentre outras coisas à qualidade da força de trabalho regional, ou à tecnologia.

Consequently, the 'old regional macro literature' has implicitly taken for granted the neutrality of monetary policy so it has attributed the regional effects of monetary policy to either the existence of a market failure (lack of information, segmentation, money illusion, etc.) or structural differences which make the transmission mechanism differ from one region to another (FUENTES, 2006, p. 4).

Outros economistas, caracterizados como heterodoxos, embora não adotem o princípio da moeda exógena, acabam não problematizando essa questão nas análises regionais, o que leva a um mal-entendido quanto à aceitação da neutralidade da moeda, portanto sua irrelevância na explicação do desenvolvimento desigual entre regiões.

A análise de modelos heterodoxos que lidam com a questão das desigualdades regionais e que assumem processos cumulativos que tendem a acentuar essas desigualdades ao invés de reduzi-las, como postula a teoria clássica e neoclássica, nos leva a observar que, basicamente, estas análises concentram-se na esfera real da economia. Esse fato não demonstra que os problemas financeiros não são levados em conta, mas que a concepção do sistema financeiro [...] tende a tornar irrelevante o papel da esfera financeira, uma vez que seu papel é eminentemente acomodativo (AMADO 1998, p. 77).

Voltando à questão do mal-entendido, observa-se que a aceitação da moeda como endógena, em nível regional, não impede que tais economistas desprezem seus efeitos sobre as variáveis reais. Isso ocorre devido ao fato de ser depositada excessiva confiança na plena mobilidade de capital, levando esses economistas a admitirem que os fluxos monetários inter-regionais refletem, perfeitamente, as diferenças regionais do lado real da economia.

A citação abaixo elucidada essa questão quanto ao nexo causal, em que a oferta monetária regional é determinada pelas diferenças no lado real das economias regionais, sem qualquer possibilidade de inversão desse nexo.

Therefore monetary variables, if included at all, have usually been considered exogenously determined at the national level, with the regional weighting mirroring regional real economic differences (DOW e FUENTES, 1997, p. 903).

Admitida a causalidade da moeda sobre a taxa de juros, em razão da alteração da demanda relativa de títulos e moeda (demanda especulativa) e, conseqüentemente, sobre o investimento, necessariamente, o nível de renda será alterado, porém a tendência dessa alteração será determinada, dentre outros fatores, pelo grau de incerteza que afeta, inevitavelmente, os preços fundamentais, conforme discutimos no capítulo anterior, alterando a composição da carteira. Nesse ponto é importante uma nova citação sintética de Keynes, sobre essa causalidade.

Pode-se admitir que uma variação de M conduza a uma variação em r , e uma variação em r conduza a um novo equilíbrio, em parte, por alterar M_2 e, em parte, por modificar Y e, conseqüentemente, M_1 (KEYNES, 1983, p. 142).

Assim é impossível negligenciar os efeitos monetários sobre o lado real da economia, tanto em nível nacional quanto regional, principalmente se considerarmos que há fatores como a preferência pela liquidez, grau de informação disponível e estágio de desenvolvimento do setor financeiro, capazes de afetar, de forma diferenciada, a oferta regional de crédito, conforme discutiremos adiante.

Voltando aos fundamentos regionais, alguns pós-keynesianos têm-se utilizado das contribuições das teorias da *causação circular e cumulativa* e da *dependência* para explicar a impossibilidade de crescimento equilibrado entre regiões. A primeira argumenta que existe um encadeamento causal de fatores que levam a um contínuo afastamento de dada realidade de uma posição de equilíbrio. A segunda que há um conjunto de relações, historicamente

constituídas, que conduzem uma região a um desenvolvimento dependente. Ambas as teorias fornecem subsídios que são utilizados para explicar a contribuição da oferta monetária e do crédito ao processo de desenvolvimento desigual das regiões, com especial atenção à questão dos fluxos financeiros inter-regionais e a incerteza.

Aqueles que utilizam a teoria da *dependência*, a despeito de reconhecerem as contribuições dos marxistas ortodoxos e sua influência, a partir da formulação das relações de subordinação de determinadas regiões a outras, destacam, nessa questão dois problemas. De um lado, a ênfase da análise na luta de classe cujos traços são comuns na formação das economias capitalistas, a despeito da existência de alguma especificidade regional, e do outro o entendimento sobre a moeda. O primeiro problema é que, dada a predominância dos traços comuns da luta de classe, esta teria pouco significado na explicação das diferenças regionais, no desenvolvimento capitalista. Já em relação à moeda, a análise tende a reduzi-la a um instrumento que apenas especifica a forma como uma fração de classe participa do excedente.

Money's importance in neo-Marxian (and orthodox Marxian) theory stems from its role as the vehicle for exploitation. Money, even in Lenin's theory, is only important in the sense that it gives the bankers who lend it a share of the surplus; this is the primary significant distinction drawn between financial and physical capital (DOW 1987a, p. 78).

Essas considerações não ignoram, no entanto, as contribuições para a teoria da dependência, oriundas da teoria do *imperialismo* de Lênin, e nos anos 40, 50, 60 e 70 do século passado, de economistas como Raul Prebisch, Gunder Frank, Samir Amin, e outros que ofereceram em suas análises de centro e periferia e das trocas desiguais, importantes elementos para o estudo da moeda, de uma perspectiva do desenvolvimento regional desigual.

Expectations about economic conditions and, in particular, the rate of interest in turn are governed by group convention, thus having a closer affinity to class analysis than to the atomistic subjectivity of neo-classical or neo-Austrian analysis (DOW 1987a, p. 79).

A importância da teoria da *causação cumulativa* de Myrdal, combinada com as contribuições oriundas de Hirschman para o estudo das desigualdades regionais e da moeda, decorre de sua essência, ou seja, da ideia da existência de uma tendência das forças que atuam sobre um dado

processo social a reforçarem o desequilíbrio, ao invés de contrabalançá-lo, dada a existência de um conjunto de diferenças iniciais, favoráveis ou desfavoráveis, no caso de uma região desenvolvida e outra atrasada. Assim uma região desenvolvida, possivelmente em razão da dotação de recursos naturais, ou posição geográfica favorável, teve o desenvolvimento de certas atividades estimulado, atraindo força de trabalho e capital, que geraram economias de escala e maior produtividade relativa dos fatores. Contrariamente, uma segunda região, não tão agraciada em recursos naturais, é funcional à primeira por lhe propiciar mercado, o que reforçaria um movimento de aprofundamento das desigualdades.

Growth itself allows dynamic economies of scale to be reaped in a variety of contexts, leading to faster productivity growth, which makes it even harder for other regions to compete (DOW 1987a, p. 76)

Já a teoria da *dependência* enfatiza o processo de desenvolvimento capitalista como o fator capaz de gerar o desenvolvimento desigual entre regiões, levando à subordinação de uma região mais desenvolvida a outra, ocasionando o *processo de subdesenvolvimento*. Esta subordinação tem como elementos fundamentais a orientação dos investimentos e seu financiamento nas economias periféricas, ditado pelas necessidades de acumulação no centro, tornando as primeiras especializadas em matérias primas e até alguns poucos produtos industrializados, necessários ao dinamismo das economias centrais, assim como disponibilizando mercados para sua indústria diversificada.

‘Development’ of peripheral regions occurs as a result of investment from the central regions that is designed to generate a surplus; it is the form that this investment takes which ensures continued dependency and underdevelopment (DOW 1987a, p. 78).

Sheila Dow salienta o fato de que alguns economistas, a exemplo de Kaldor, que trabalham com a ideia da *causação cumulativa*, ainda que considerem a moeda endógena, tanto nacional, quanto regionalmente, ao não considerarem os fatores que impedem o perfeito fluxo financeiro inter-regiões, terminam por concluir que a oferta de crédito se expandiria sem limitação, em atendimento à demanda que, por sua vez, é estabelecida pelo retorno do investimento a ser realizado.

Indeed Keynesians like Kaldor who have developed the theory in a regional context are noted for their view that the supply of money is endogenous at the national and regional levels; banks are prepared to supply credit indefinitely at a set interest rate, and acquire the reserves required to back the increase in deposits after the fact. In other words, all potential borrowers face the same borrowing conditions (DOW 1987a, p.77).

Conclui-se, do exposto anteriormente, a preferência da autora pela teoria da *dependência* que, ao atribuir grande peso aos fluxos financeiros, resultantes das relações de subordinação das regiões, no processo de acumulação capitalista, termina por fornecer elementos para a hipótese das diferenças na oferta monetária e de crédito, entre regiões, a uma dada taxa de juro. Essa diferença na oferta de crédito não seria apenas guiada por diferenciais de taxa de retorno dos investimentos, em relação à taxa de juro, mas, também, pelo papel desempenhado pela economia subdesenvolvida, pelas quais os investimentos são orientados, preponderantemente, para gerar um excedente aos capitais do centro. Em razão de tal relação, os investimentos orientados a partir do centro tendem a ter preferência na concessão de crédito, em relação aos investimentos orientados pela demanda local. Esse comportamento torna-se mais evidente na medida em que o setor financeiro está plenamente conectado com a economia central e mais, se seu centro de decisão encontra-se nesta.

Power over the provision of finance is important enough if there is some way in which investment finance is less readily available to borrowers in the peripheral regions, or if its availability is biased towards particular types of industry [...](DOW 1987a, p.78)

Devemos lembrar que essa orientação regional do investimento resulta da estratégia de atuação das empresas nacionais ou internacionais. Em geral essas empresas multiplantas têm como mercado a economia nacional ou global, o que as torna menos dependentes da volatilidade da economia regional. A localização do investimento é determinada por questões tributárias, de logística, ou custos relativos do frete no preço dos insumos. A disponibilidade e condições do financiamento dessas plantas regionais, portanto, pouco são afetadas pela grande flutuação das economias locais, situação bastante distinta das pequenas empresas cuja receita esperada depende basicamente do mercado local, influenciando assim na disponibilidade e condições de seus financiamentos.

Visto a influência das relações entre a estrutura empresarial e o setor financeiro, na orientação dos investimentos, conforme expõe as análises baseadas na teoria da *dependência*, haveria algo adicional a ser acrescido à análise regional da moeda pelos economistas pós-keynesianos?

Não é possível ignorar, seguindo a tradição keynesiana, os elementos que determinam o comportamento dos agentes econômicos e a escolha de ativos em que manterão sua riqueza, incluindo bens de capital. Essa decisão é guiada pelo comportamento esperado da taxa de juros que afeta a demanda por tais ativos e, conseqüentemente, seu preço. A preferência pela liquidez, em razão da incerteza surge como elemento adicional na explicação dos diferenciados ritmos de crescimento regional. Tais ritmos resultam da combinação de fatores do lado real da economia, com a preferência pela liquidez e a oferta monetária que interagem permanentemente.

4.2 ANÁLISE REGIONAL DA MOEDA E DO CRÉDITO

Nesta seção, analisaremos inicialmente as diferenças na oferta regional de moeda e seus efeitos sobre o crédito, atribuíveis às diferenças estruturais, na visão de distintas correntes teóricas. Conforme os comentários anteriores, algumas análises apoiadas no suposto de mercados eficientes e ausência de restrições à livre mobilidade de capitais, afirmam que os fluxos financeiros inter-regionais levam, necessariamente, ao ajuste da oferta de crédito à magnitude da renda. Outros, utilizando a tese de que as relações econômicas regionais são determinadas pelos estágios diferenciados de desenvolvimento regional que, por sua vez, definem o padrão de investimento regional, concluem que nessas circunstâncias a disponibilidade regional do crédito estaria orientada ao atendimento das condições de subordinação de determinada região.

Em seguida serão apresentadas algumas análises que incorporam fatores institucionais e comportamentais, capazes de diferenciar o crédito regionalmente, a exemplo, da preferência pela liquidez, assimetria da informação, estrutura organizacional do sistema bancário e seu estágio de desenvolvimento.

Por último, serão comentados alguns resultados de testes empíricos, uns buscando ratificar a neutralidade da política monetária, outros tentando identificar a relevância dos distintos canais de transmissão da política monetária, e outros ainda enfatizando as diferenciadas estruturas dos mercados financeiros regionais como responsáveis pelos problemas da disponibilidade regional de crédito.

Apesar da crença na neutralidade da moeda no longo prazo, existem vários trabalhos empíricos, de orientação monetarista, da década de 70 do século passado, que testaram os efeitos da política monetária sobre as regiões. Os testes buscaram, então, responder à seguinte questão: que elemento é preponderante na determinação da renda nominal regional, a política monetária nacional ou os dispêndios autônomos regionais, acomodados pelo pleno fluxo de capitais? A suposição de mercados eficientes torna o fluxo regional de capitais livre de quaisquer ruídos, permitindo que a taxa de juro regional se iguale à nacional, com os efeitos diferenciados sobre a renda e a riqueza explicados pelas diferentes elasticidades de demanda do produto regional. Essa conclusão, segundo Beare, ratifica a tese de que, ainda que haja impacto sobre a renda real, ela se dá no curto prazo, restando, como efeito de longo prazo, o aumento no nível de preço (DOW e FUENTES 1997, p. 905)³⁷.

A impossibilidade da moeda afetar o lado real da economia, no longo prazo, conforme apresentado em muitos estudos, decorre dos pressupostos neoclássicos adotados, em que a oferta monetária é determinada, autonomamente, pela autoridade monetária e que a retenção de moeda, como forma de riqueza pela sociedade, é algo transitório e irrelevante, incapaz de gerar efeitos no longo prazo sobre a demanda do produto, principalmente em relação ao nível de investimento.

But a more fundamental issue arises if money is not exogenous to the (national) economy as both monetarists and neo-classical Keynesians suggest, but is the result of a complex process of interaction between monetary authorities' interventions and private agents' responses to those interventions (DOW e FUENTES 1997, p. 905).

³⁷ Os autores analisam uma vasta literatura sobre a moeda nos estudos regionais. Dentre os trabalhos comentados sobre os efeitos regionais da política monetária, mencionamos o trabalho de J. B. Beare – A monetarist model of regional business cycles

Em tais condições, adotando-se a premissa de igualdade entre poupança e investimento *ex ante*, a consequência será os fluxos inter-regionais de poupança, conduzidos pelo sistema bancário, resultarem em um processo de ajuste da taxa de juros à contribuição marginal do novo capital, em favor da região com maior taxa de crescimento do investimento, portanto maior demanda de crédito. “Financial institutions intermediate between savers and investors, and funds systematically flow to those projects with the highest perceived rate of return, wherever they may be” (CHICK e DOW 1988, p. 3).

Embora se utilizando de argumentos distintos, monetaristas e alguns keynesianos tendem a reduzir os efeitos regionais da política monetária às diferenças estruturais da economia. Para os primeiros, tais diferenças regionais resultam das distintas elasticidades renda ou riqueza da demanda, implicando respostas regionais não uniformes, com relação aos ciclos dos negócios. Para os segundos a política monetária atua sobre a renda regional, em razão dos efeitos da mudança na taxa de juro, sobre os componentes da demanda agregada regional, particularmente os investimentos.

The fact is that for monetarists and Keynesians the regional impact of monetary policy is reduced to either the existence of structural differences, which cause a higher response to national monetary policy shocks (monetarists) or a higher response of some of the regional aggregate demand components to changes in interest rates (Keynesians) (FUENTES 2006, p. 48).

Numa perspectiva de análise centro-periferia, a principal questão resulta do fato de os setores mais dinâmicos na periferia serem aqueles especializados no atendimento da demanda do centro. À medida que os investimentos diretos da região hegemônica tendem a se concentrar nessas atividades, quanto mais especializada for essa economia e mais vinculadas a demandas específicas da região central, sem grandes efeitos de encadeamento, maior volatilidade as taxas de crescimento da economia periférica apresentará. Assim, haverá uma crônica restrição da oferta agregada de crédito, ainda que as atividades vinculadas à economia central possam ser preservadas, na fase expansiva do ciclo, pela possibilidade de concessão de colaterais pelos importadores.

Earnings in Periphery, as a result, are sensitive to the conjuncture in Centre, and are highly variable. That variability creates investment risks and thus in itself is a significant discouragement to credit availability (Dow 1987 a, p. 81).

Em outra perspectiva analítica, dentre os elementos que afetam a preferência pela liquidez, tem-se, inicialmente, a informação precária (tanto em volume quanto em qualidade), dificultando a avaliação do retorno esperado de um ativo e, portanto, do seu valor presente o que tende a gerar maior incerteza, tornando a preferência pela liquidez o refúgio adequado à possível perda de capital, pela posse de um dado ativo. Essa situação está presente também quando se trata de regiões, levando os agentes da periferia a reterem relativamente mais ativos do centro, como proteção contra a incerteza – cujos emitentes geram maior volume de informações e o ambiente econômico é mais monitorado –, em detrimento dos ativos da periferia. Essa realidade contribui para a limitação da oferta monetária e de crédito regionais, por duas razões. Inicialmente, pela desconfiança em relação ao valor futuro dos ativos locais; em seguida, pela saída líquida de reservas da região, afetando o multiplicador e o multiplicando bancário.

Considerando-se a multiplicidade de ativos financeiros e a magnitude das transações com estes, no mundo contemporâneo, é razoável considerar que muitos agentes econômicos sejam, simultaneamente, poupadores e especuladores. Isso permite apresentar, de forma estilizada, as razões da maior preferência pela liquidez dos bancos, pequenas empresas e famílias nas regiões periféricas, comparativamente às regiões centrais.

Primeiramente, isso ocorre devido à maior probabilidade de esses agentes na periferia necessitarem, em maior proporção, de crédito para capital de giro e despesas correntes (pequenas empresas e famílias), o que gera um maior endividamento relativo tornando o crédito mais escasso e mais caro, caso necessitem. No caso dos bancos, as perdas de reservas ocorrem devido à opção do público em geral em reter liquidez na forma de ativos do centro, e da tendência à baixa taxa de redepósito, devido aos fluxos inter-regionais deficitários. A consequência disso é a tendência generalizada de preferência pela liquidez, na forma de retenção de ativos do centro, facilmente negociáveis. Tal situação, aparentemente paradoxal, de um nível relativamente maior de endividamento e simultaneamente a retenção de alguma reserva líquida (pequenas empresas e famílias), traduz o maior grau de incerteza, contribuindo

para redução do crédito e das taxas de crescimento regional. Observa-se, nesse caso, como exploraremos adiante, uma combinação de atitudes comportamentais da demanda e da oferta de crédito que contribuem para sua menor disponibilidade relativa na periferia.

Um segundo fator é a maior variabilidade dos rendimentos dos agentes da periferia o que tende a elevar o risco de inadimplência, comprometendo assim a disponibilidade de crédito regional de curto e longo prazo.

Por último, há um comportamento coletivo de reter maior liquidez, na forma de ativos emitidos pelo centro, devido à existência de mercados mais organizados, mais informação e maior volume de transações nessas localidades, facilitando a formação de preços, e menores custos de transação. Mesmo os ativos da periferia, quando negociados no centro apresentam menor liquidez, por razões inversas às anteriores.

Thus the higher liquidity preference of Periphery residents will be met by attempts to hold Centre assets, thereby further driving down the price of Periphery assets relative to that of Centre assets, and increasing the incidence of capital loss on them. The result is added reason for financial institutions to make credit more readily available to concerns in Centre than in Periphery (Dow 1987 a, p. 84).

Numa perspectiva de longo prazo, essa dinâmica que leva à necessidade dos residentes da periferia de reterem mais liquidez, combinada com o padrão de investimentos diretos do centro na periferia e o maior risco de perda de capital, torna a taxa de investimento na periferia relativamente menor e leva à preferência pela aquisição de ativos emitidos pelo centro. Dado o maior poder das finanças do centro, a tendência é o fluxo de saída de riqueza da periferia para o centro o que contribui para limitar o crédito. Esta conclusão, aparentemente lógica, é, entretanto, controversa como veremos no final desta seção.

As consequências desse comportamento geral e de suas implicações sobre o retorno esperado dos ativos locais e os fluxos financeiros inter-regionais afetarão o crédito de forma diferenciada, conforme o arranjo institucional do sistema bancário nacional.

Em geral, os sistemas bancários nacionais são uma combinação de rede de agências de bancos nacionais com alguns bancos regionais, ainda que as análises busquem avaliar as implicações dos casos extremos: sistema formado exclusivamente por rede de agências de bancos nacionais, situação próxima da brasileira; ou um sistema de bancos regionais (Urpia, 2015)³⁸.

Normalmente, os bancos locais, com atividades concentradas na periferia tenderão a apresentar uma maior preferência pela liquidez devido à maior dificuldade em reter reservas e ao maior custo para obtê-las. Já as agências de bancos nacionais, ainda que possam contar com reservas centralmente administradas, portanto, relativamente independentes dos fluxos financeiros locais, estão submetidas às especificidades da economia local e ao distanciamento em relação aos demandantes de crédito, caso exista pouca autonomia decisória das agências, na concessão deste. Em outras palavras os bancos nacionais também são afetados pela incerteza, levando a uma preferência pela liquidez e, devido ao distanciamento, à assimetria da informação, coisa menos observável em relação aos bancos locais.

Essa maior preferência pela liquidez dos bancos locais resulta também da menor taxa de redeposição, comparativamente aos bancos nacionais, fazendo com que contem menos com os novos depósitos, associados aos novos empréstimos, daí a necessidade de manutenção, em maior proporção, de ativos nacionais, mais facilmente negociáveis. A existência de um mercado interbancário nacional representa uma alternativa para recomposição das reservas, porém há limitações para tais bancos, quer em montante e custo associado aos fatores de incerteza e risco da economia periférica, assim como sua menor base de capital.

Further, if there is a welldeveloped wholesale market, the bank can borrow the funds from other financial institutions to back the new advances. This type of facility is at its most developed within a branch bank network, where branches 'borrow from' and 'lend to' head office, i.e., other branches (DOW 1987 a, p. 86).

³⁸ Este modelo vigorou nos EUA até começo dos anos 80. Inicialmente era regulado pela *MacFadden Act* de 1927, e ratificado pela *Glass-Steagall Act* de 1933, porém começou a ser abalado pela formação das *holdings* bancárias nas décadas de 60 e 70, sendo completamente superado com a onda liberalizante do começo dos anos 80 que provocou profundas mudanças no sistema bancário americano, devido, entre outras ações, à desregulamentação.

Seria mais razoável uma proposição no sentido de que as diferenças na propagação regional da moeda e, portanto, do crédito resultam das diferenças estruturais dessas economias, associadas às diferenças comportamentais dos agentes regionais, ilustrado na Figura 3.1 (FUENTES 2006).

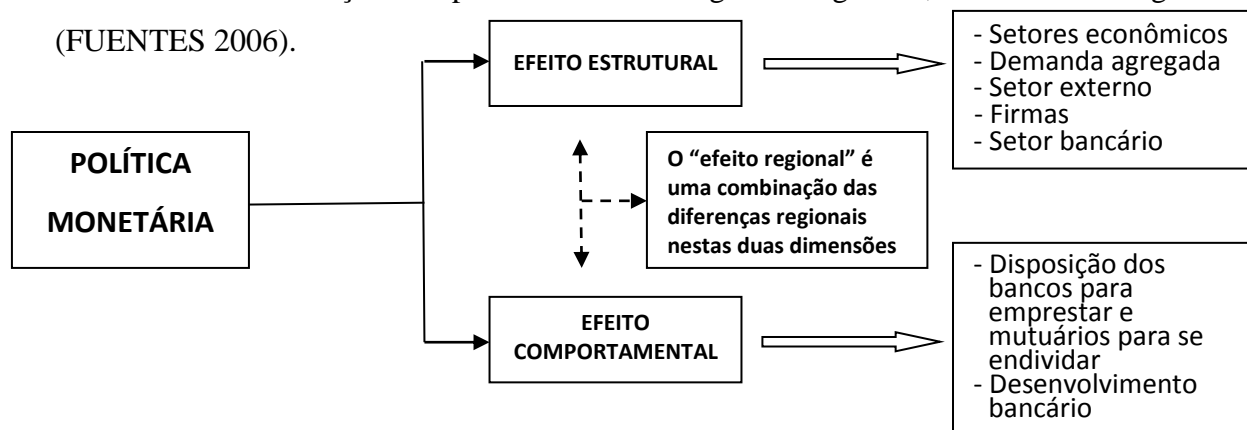


Figura 3.1 Efeitos estrutural e comportamental

Fonte: Adaptação de Fuentes (2006), p. 53

Em outra perspectiva analítica, o papel da moeda no desenvolvimento regional é avaliado através de testes empíricos sobre os efeitos da política monetária nacional sobre a renda regional, os canais de transmissão, fatores que diferenciam o multiplicador monetário regionalmente, assim como a importância do estágio de desenvolvimento do setor bancário para a endogeneidade da moeda e a estrutura do mercado financeiro regional. Priorizaremos as contribuições da perspectiva pós-keynesiana, por estarem mais afinadas com os pressupostos de nosso teste empírico.

Como já salientamos existem trabalhos em uma perspectiva neoclássica que apontam para uma tendência de uniformidade da taxa de juro regional a nacional e que acréscimos na demanda autônoma regional serão sempre acomodados pelo pleno fluxo de capitais inter-regional. Assim o efeito da política monetária nacional sobre a taxa de juro, atuando sobre os fluxos financeiros inter-regionais ajustarão estes à demanda de financiamento, conforme o risco e retorno do investimento.

Outros trabalhos, embora adotando alguns dos supostos teóricos mencionados, buscam questionar a validade da uniformidade inter-regional da taxa de juro, cabendo uma breve avaliação dos argumentos utilizados. Alguns testam a importância de determinados fatores que podem levar a uma divergência entre as taxas de juros nacional e regional, a exemplo dos distintos padrões regionais de custos de transação e risco, comportamento dos agentes frente

ao risco e heterogeneidade regional dos ativos financeiros. Segundo essas análises, tais fatores podem provocar a segmentação regional dos mercados financeiros, fazendo com que efeitos da política monetária nacional sejam diferenciados regionalmente, não apenas devido às diferenças de elasticidade juro da curva IS regional, mas também às diferenças de elasticidade da curva LM. Essas diferenças regionais, principalmente da curva LM, resultariam de imperfeições de mercado. Deve-se registrar um argumento contrário a tal afirmação.

These regional differences are ascribed by Roberts and Fishkind to market imperfections, although financial markets must in fact be efficient if interest rates, adjusted for risk and transactions costs are equalized (DOW 1987 b, p. 16).

Outros pesquisadores, na mesma perspectiva, testaram a validade da oferta monetária regional ser determinada por dois componentes. A ação da autoridade monetária nacional, o componente exógeno e os fluxos inter-regionais, o componente endógeno, associado à propensão a importar, e a demanda por ativos nacionais. Porque os bancos locais, para atender a uma maior demanda por crédito, originada pelo componente autônomo da demanda, necessitem às vezes, captar fundos junto aos bancos de outras regiões ou, em última instância, junto à autoridade monetária não se pode afirmar que as reservas sejam totalmente exógenas. Isso invalida a existência de um componente exógeno na oferta monetária. Tanto a base monetária quanto o multiplicador monetário são afetados pela demanda de crédito que são componentes endógenos, eliminando, dessa forma, as diferenças na composição da oferta monetária regional.

Once it is accepted that both the multiplier and the multiplicand are partly endogenous, however, multiplier analysis loses some of its analytical appeal [a point originally expressed by Tobin (1963) (DOW 1987 b, p. 17)].

Alguns trabalhos empíricos, apoiados em supostos keynesianos, apontam a existência de dois canais de transmissão da política monetária nacional à região. O primeiro ocorre através da mudança na renda nacional, gerando mudanças na renda regional, o segundo, através da taxa de juro, afetando os dispêndios regionais.

Large regional macro models built up on Keynesian assumptions have mainly recognized two different channels through which national monetary policies have affected regional economies. The first channel has been the effect of money on national income, which is a major determinant of regional income. The second channel has been the effect of national interest rates on regional expenditure (DOW e FUENTES, 1997, p. 906).

Citando particularmente os trabalhos de Fishkind e Garrison, e Chang, esses autores mencionam que os efeitos regionais diferenciados sobre a renda e o dispêndio decorrem das diferenças de estruturas produtivas (DOW e FUENTES, 1997, p. 906)³⁹.

Considerando-se que o segundo estudo aponta a maior sensibilidade, tanto à política monetária, quanto à fiscal, em uma economia com pujante indústria de bens duráveis, comparada a uma economia de base agrícola ou mineral, pode-se concluir: a) devido à estrutura produtiva da primeira, a geração local dos rendimentos é relativamente maior, elevando o peso relativo dos dispêndios locais em relação à segunda; b) logo, o setor externo tende a ter um maior peso relativo na composição do dispêndio, na economia agrícola ou mineral. Uma possível conclusão é o maior impacto da política monetária do centro, através do efeito renda nacional, que do efeito taxa de juro sobre o crescimento de economias, em que o setor primário exportador lidera a demanda agregada⁴⁰.

Outros trabalhos destacam as modificações no multiplicador monetário nacional ao se introduzirem variáveis de cunho regional, a exemplo dos fluxos de mercadorias e serviços entre regiões, e dos fluxos financeiros que tendem a afetar a base monetária regional.

When the money multiplier model is applied in a regional setting a new source of 'base-reserves' growth appears in comparison to the national case. In a regional setting, apart from open market operations and reserve requirement changes, the regional monetary base may also change due to the existence of real flows between regions which generate monetary flows, i.e.

³⁹ DOW e FUENTES referindo-se a um estudo sobre os efeitos diferenciados da política monetária norte-americana tendo como referência o Estado de Indiana, em períodos de política monetária expansiva e restritiva. Outro sobre os efeitos da política monetária nacional sobre distintas regiões dos EUA.

⁴⁰ Idem. Os autores chamam a atenção para o fato de existirem outras políticas econômicas praticadas simultaneamente e da impossibilidade de se isolar seus efeitos que tendem a interagir.

interregional exports (imports) either of goods and services or financial capital (DOW e FUENTES, 1997, p. 908).

Dentre os autores que desenvolveram modelos de multiplicadores regionais tem-se a própria Dow (1982). Seu modelo de multiplicador regional incorpora variáveis comportamentais dos bancos e do público não bancário, em relação à preferência pela liquidez, devido ao suposto de que diversos fatores podem modificar tal comportamento entre regiões, a exemplo do grau de incerteza quanto a possíveis retornos dos investimentos, nível de desenvolvimento dos mercados financeiros, grau de informação, custo de transação etc.

Um segundo conjunto de variáveis resulta da aplicação do conceito de centro e periferia cujas relações tendem a estabelecer um padrão nos fluxos reais e financeiros entre as regiões, afetando a base monetária local. Portanto esse conjunto de variáveis interage gerando uma expansão maior da base monetária regional, em regiões com baixa preferência pela liquidez e fluxos financeiros inter-regionais líquidos positivos, gerando assim um maior crescimento da renda.

To the extent that regional money supply increases set a ceiling on regional investment, the former type of region will experience higher income growth. Further, this tendency cannot be counteracted by deliberate attempts to direct money supply increases at high liquidity preference regions with high rates of outflow, since the final equilibrium distribution is predetermined (DOW 1982, p. 29).

Com relação a esse estudo, um comentário é necessário quanto ao tratamento adotado para as reservas bancárias, que seria mais adequado a um determinado estágio de desenvolvimento bancário, porém não condizente com a realidade presente na firma bancária, como será visto mais adiante.

The money supply is still treated as exogenous (in the sense of being reserves-driven), which is incompatible with the current stage of banking development in most developed economies (DOW e FUENTES 1997, p. 908).

Em relação aos mercados financeiros, há um número significativo de trabalhos que abordam os diferenciais de taxa de juros de diferentes perspectivas.

Alguns desses estudos partem do suposto de que os mercados são eficientes, portanto os diferenciais regionais de taxa de juros devem ser pouco significativos. Esses estudos concluem que os mercados são integrados e que os diferenciais de taxas de juros se devem, exclusivamente, aos custos, riscos e heterogeneidade dos ativos (DOW e FUENTES 1997, p. 908)⁴¹.

Outros testaram a sensibilidade dos fluxos financeiros inter-regionais aos diferenciais de taxas de juros, concluindo que os depósitos regionais seriam insensíveis a tais diferenciais, não porque os mercados sejam segmentados, mas porque existem diferenças de custo e risco que desestimulariam qualquer arbitragem entre taxas de juro (DOW e FUENTES 1997, p. 909).

Um último grupo de testes analisados destaca os seguintes fatores na explicação dos diferenciais de taxa de juro, com o uso de dados de diferentes períodos e distintos países. Uns destacam a estrutura de mercado e questões normativas, outros a pressão de demanda, outros diferenciais de custo de transação, e, por fim, a imperfeição da informação.

Segundo Dow e Fuentes, a maioria dos trabalhos identificaram os diferentes custos e riscos entre regiões como as principais variáveis explicativas dos diferenciais de taxa de juros. Deve-se, entretanto, mencionar as observações feitas pelos autores, em relação ao uso da avaliação dos empréstimos como uma medida adequada de risco.

However, it will be useful to bear the issue of measuring risk in mind, its relationship to uncertainty, and whether the latter should also be included in the analysis of the regional differentials in interest rates and credit rationing (DOW e FUENTES 1997, p. 910)⁴².

⁴¹ Os autores destacam ainda que seria importante investigar a prática de Mark-up e se este varia com o ciclo dos negócios ou o tamanho das firmas. Vale salientar que a prática de mark-up reflete a configuração de mercados oligopólicos.

⁴² Mais adiante os autores reforçam sua argumentação chamando a atenção para a necessidade de levar em conta a avaliação do risco feita pelos bancos, e se os prêmios não refletiriam a incerteza, ao invés do risco.

Diferentemente dos neoclássicos que sugerem como elemento explicativo da segmentação regional do mercado de crédito a informação imperfeita, os novo-keynesianos consideram a assimetria da informação um elemento comum ao funcionamento desse mercado. Assim, o objetivo dos estudos empíricos passa a ser o teste de como a segmentação do mercado afeta o comportamento dos bancos e, portanto, a oferta de crédito provocando desigualdades regionais.

Esta segmentação faz com que os bancos locais tendam a ser mais dependentes de seu patrimônio líquido para a ampliação dos empréstimos. Por sua vez como estes possuem mais informações sobre os negócios e o ambiente local que os bancos nacionais, seu monitoramento torna-se mais viável e a custos menores. Essa combinação leva a que as firmas locais sejam mais dependentes dos bancos locais. Apesar da maior informação sobre o ambiente local, sua base limitada de capital e o perfil de suas carteiras são fatores limitativos à captação de reservas no mercado nacional, levando, de forma indireta, ao racionamento do crédito, o que torna uma ampla faixa da curva de oferta inelástica à taxa de juro.

Indeed, as local banks are more likely to have superior information on local investment opportunities than outsiders and, therefore, they can monitor them at lower costs, this makes local investors more dependent on local financial institutions (DOW e FUENTES 1997, p. 913).

Estudos empíricos para os EUA testaram a relação entre taxas de crescimento da renda regional e as seguintes variáveis: taxa de crescimento real das provisões para perdas de créditos; parcela de empréstimos inadimplentes; valor per capita de passivos falidos; taxa de crescimento real dos empréstimos internos; e razão entre receita líquida e patrimônio líquido dos bancos.

Os resultados demonstraram forte correlação entre o crescimento da renda regional e as condições locais do setor bancário, com o grau de significância estatística mais elevada para as regiões onde a qualidade dos empréstimos bancários era relativamente inferior.

Isso leva a concluir que o racionamento do crédito é uma realidade devido à assimetria da informação, impossível de ser resolvida, mesmo com a existência de bancos nacionais que, por suposto, poderiam superar a impossibilidade dos bancos locais em acessarem a captação de fundos em mercados nacionais.

This conclusion poses the further question of how far branching of national banks in credit-constrained regions would get round the problem of asymmetric information (DOW e FUENTES 1997, p. 913).

Os pós-keynesianos consideram que as imperfeições de mercado, a exemplo da assimetria da informação, são da própria natureza do desenvolvimento capitalista, existindo em regiões desenvolvidas e periféricas. Assim a questão relevante, ao invés de ser a assimetria da informação, dada a impossibilidade do custo do dinheiro refletir o risco estimado, passa a ser a incerteza fundamental cujo abrigo é a preferência pela liquidez.

Para novo-keynesianos, como dissemos, a segmentação do mercado afeta o comportamento dos bancos e, portanto, a oferta de crédito, provocando desigualdades regionais⁴³, enquanto para os pós-keynesianos os elementos centrais são os estágios de desenvolvimento dos bancos e a preferências pela liquidez, que afetam tanto o comportamento dos bancos, quanto do público não bancário.

A questão da preferência pela liquidez, como elemento fundamental na determinação da magnitude do crédito regional, leva a oferta, bem como a demanda a serem fundamentais em sua determinação.

Post Keynesians point out that credit rationing could also be explained by demand factors to the extent that the amount of regional credit is the result of the interaction between supply and demand, and because both functions are interdependent, being affected by changes in liquidity preference (DOW e FUENTES, 1997, 914).

Esses estudos afirmam que, além dos fatores já consagrados na explicação da variação da base monetária regional, como as operações de mercado aberto e os fluxos financeiros inter-regionais a própria demanda regional de crédito é capaz de afetá-la. Expectativas desfavoráveis quanto ao retorno do capital tanto em operação, quanto o novo, implicará maior preferência pela liquidez dos residentes, levando a que estes não apenas adiem investimentos,

⁴³ Essa oferta é contida via racionamento de crédito como forma de evitar perdas, devido a assimetria da informação que provoca seleção adversa e risco moral, à medida que a taxa de juro torna-se incapaz de refletir os riscos.

mas reduzam até suas necessidades de capital de giro, contraindo a produção e, em consequência, a demanda por crédito. Essa maior incerteza, expressa na posição defensiva dos empresários tende a contaminar os bancos, tanto no ciclo expansivo dos negócios quanto na recessão.

A demanda especulativa por moeda ao afetar a preferência pela liquidez desempenha, também, um papel fundamental na oferta regional de crédito. Esse comportamento especulativo é observável em todos os agentes não apenas nos envolvidos no mercado de crédito. O maior grau de preferência pela liquidez dos poupadores poderá ser a causa da menor oferta de crédito, na medida em que esta venha a ser atendida por ativos financeiros de outras regiões, em razão da pouca magnitude e diversificação dos mercados financeiros locais. Logo, haverá uma saída líquida de fundos, reduzindo a base monetária local, o que reduzirá a disponibilidade regional de crédito. Dow e Fuentes, entretanto, tecem considerações quanto aos efeitos da saída líquida de capital.

Whether or not this outflow affects regional credit availability Will depend on: (1) the ability of the banking sector to expand credit regardless of its regional deposit base; and (2) the effect that such regional outflows have on banks' own regional liquidity preference (DOW e FUENTES, 1997, 915).

Outro aspecto relevante é o modelo institucional do sistema bancário, prevalecendo, em geral, a suposição de que bancos que operam redes nacionais de agências praticariam uma oferta local perfeitamente elástica, a uma taxa de juros pouco superior à nacional (dado ao maior grau de risco de solvência e a incerteza) que os bancos locais. Dow destaca que a despeito dos bancos que operam redes nacionais de agências apresentarem certa liberdade em relação à sua base local de depósitos, comparativamente aos bancos locais, suas agências tendem a apresentar diferenciados graus de preferência pela liquidez, em razão de fatores que geram maior incerteza em uma região que outra, a exemplo da maior volatilidade da renda, decorrente da excessiva especialização da economia regional, maior taxa de inadimplência, grau relativamente maior de falência dos negócios locais etc.

Although a low regional deposit base would not necessarily mean less regional credit, it might mean a higher regional liquidity preference on behalf of the national banks and this, in turn, will be the factor which will

constrain the regional extension of bank lending (DOW e FUENTES, 1997, 914).

Vale salientar que, a despeito de mencionarmos dentre os elementos que diferenciam regionalmente a incerteza, apenas aqueles referentes ao ambiente externo, (agregados regionais), a própria análise do mutuário e de seu projeto, a apesar do uso de modelos formais que visam estimar o risco, comporta graus de subjetividade na estimação de muitas das variáveis que compõem o modelo, fazendo com que estes incorporem certo grau de incerteza, na avaliação do crédito. Em outras palavras a incerteza está presente, tanto na avaliação do desempenho esperado da economia regional, quanto na análise do mutuário e do objeto da concessão de crédito.

Ainda que os bancos nacionais possam atenuar a limitação regional da oferta de crédito, praticando uma taxa de juro regional superior à nacional, algum limite é imposto, na forma de racionamento, à medida que a agência enfrente uma taxa de crescimento dos depósitos, aquém da taxa de crescimento dos créditos concedidos. Tal situação possivelmente traduz um contínuo vazamento de reservas que se refletirá nas expectativas em relação ao crescimento da renda e, portanto, no retorno dos novos créditos.

Nevertheless, weak deposit growth relative to credit expansion is an indicator of the state of the local economy. A low bank multiplier for a particular branch may thus result in limitations on credit creation imposed by the Head Office (DOW, 1987 b, p. 21).

A oferta regional de crédito também é afetada pelo estágio de desenvolvimento bancário. Regiões onde o sistema bancário, independentemente de modelo institucional, opera, ainda, de forma muito assemelhada aos estágios iniciais do sistema bancário, ou seja, muito dependente da poupança local, convertida em depósitos tende a ter dificuldades em ofertar crédito. A explicação estaria no suposto de que regiões pouco desenvolvidas apresentariam menor taxa de poupança, afetando o nível de depósitos e, desse modo, tornando a oferta de crédito dependente da base de depósitos locais, implicando o carácter exógeno da moeda, no sentido da impossibilidade dos bancos criarem moeda por expansão do crédito.

Há, portanto, regionalmente uma interação dinâmica entre oferta e demanda de crédito, renda e fluxos financeiros, que impedem a determinação de uma tendência de longo prazo em relação à distribuição regional desigual do crédito, entre regiões. Essa dificuldade permanece mesmo considerando-se qualquer ponderação que elimine diferenças na oferta e demanda de crédito, atribuída ao processo econômico, a exemplo da participação relativa da região no produto nacional, renda per capita etc. A discussão fundamental passa a ser, então, que fatores seriam fundamentais na criação regional do crédito, ao invés de como se dá a distribuição regional de um dado montante de crédito. Tornando pouco relevante o debate sobre a magnitude regional da razão depósitos/crédito, se esta é elevada ou baixa.

Um fator fundamental que interfere nessa disponibilidade de crédito é a preferência pela liquidez que, como foi discutido, diz respeito a toda a economia regional e não apenas ao mercado de crédito. Outros elementos que não podem ser ignorados nessa criação de crédito regional são: o estágio de desenvolvimento do setor bancário local; e sua estrutura funcional, se bancos locais, ou rede de agências de bancos nacionais.

A questão mais importante a ser estudada, de uma perspectiva pós-keynesiana, deveria ser como o crédito é disponibilizado regionalmente, ao longo do ciclo econômico, em função dos fatores mencionados. A citação abaixo é bem elucidativa, nesse sentido.

However, Post Keynesian theory does not claim long-run decreases in regional credit shares by peripheral regions. Rather it claims unstable patterns in regional credit creation in the sense that credit creation can fuel expansions and enhance recessions generating greater instability (DOW e FUENTES 1997, 915).

Pode-se concluir que a preferência pela liquidez, ao afetar, tanto a demanda, quanto a oferta de crédito, dificulta uma avaliação, por exemplo, se a expansão da razão depósitos/empréstimos reflete a maior preferência pela liquidez dos bancos ou se seria uma decorrência da retração da demanda por crédito, em resposta a um ambiente de maior incerteza.

A interdependência entre o comportamento de ambos os agentes do mercado de crédito, cujo fator determinante é a preferências pela liquidez que possui uma origem comum, faz com que estas se movam na mesma direção, amplificando os movimentos de disponibilidade de crédito, tanto na fase expansiva do ciclo quanto em sua fase de declínio. Isso torna a

disponibilidade de crédito mais instável nas regiões periféricas que nas regiões centrais. Esse problema é, portanto, o que diferencia as regiões periféricas das centrais e não um persistente declínio na disponibilidade de crédito das primeiras em relação às segundas.

Therefore, the question is not that the less developed regions face a long run decline in their credit shares, but a more unstable pattern of credit availability alongside business cycles, whereby unstable pattern means greater fluctuations in regional credit both in expansion and recession (FUENTES, 2006, p. 57).

5 O BNDES E AS OPERAÇÕES INDIRETAS

Creio que foi a coisa mais inteligente que já se fez, porque, com o tempo, me convenci de que o grande problema dos países subdesenvolvidos, nas suas transformações estruturais dirigidas pelo desenvolvimento industrial, era de caráter financeiro,...

Celso Monteiro Furtado, economista,

5.1 A CONSTITUIÇÃO DO BNDES E O PROBLEMA DO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO

A relevância, ainda hoje, dessa instituição no financiamento de longo prazo e, portanto, no desenvolvimento socioeconômico do país, a torna objeto importante de discussão, tanto no meio acadêmico e empresarial, quanto entre os formuladores de políticas públicas.

Considerando tal relevância, a nossa pesquisa tem como tema o BNDES, particularmente, a discussão da probabilidade de que sua forma de operação, através de agentes, venha a incorporar elementos outros que não apenas os estruturais (potencial local de investimento e limitação orçamentária), fazendo com que a oferta regional dos financiamentos fique abaixo do potencial da região, restringindo o seu desenvolvimento.

Inicialmente, deve-se destacar que essas instituições de financiamento do desenvolvimento surgiram no pós-guerra, principalmente nos países de industrialização tardia, inspiradas na criação do BIRD, com o propósito de responder ao problema do financiamento do investimento. Com pouco tempo, tornaram-se agentes relevantes no desenvolvimento daqueles países que não conseguiram reproduzir o modelo anglo-saxão e alemão de financiamento, conforme comentaremos adiante.

As discussões teóricas sobre o BNDES, dentre outros aspectos, têm enfatizado sua rápida adaptação operacional, em resposta aos distintos padrões de desenvolvimento da economia brasileira. Sem desconhecer seu controle estatal, que tende a subordiná-lo às políticas nacionais de promoção do desenvolvimento, devem-se destacar dois fatores que podem contribuir para uma possível distribuição regional dos financiamentos enviesada.

O primeiro deles refere-se ao fato de que a dinâmica do desenvolvimento capitalista apresenta um caráter concentrador regional de renda e que, à medida que as políticas públicas buscam, em geral, estimular essas forças - os financiamentos do BNDES não fogem à regra - o resultado seria uma distribuição regional desigual desses financiamentos. O segundo ponto refere-se à necessidade de uma presença nacional, que pudesse tornar fácil o acesso aos recursos do banco, levando-o a atuar através de agentes, com destaque para os bancos privados que operam grandes redes de agências. Considerando que estes, na condição de empresas, possuem estratégias de negócios que influenciam suas decisões de concessão de crédito, não é improvável que essas estratégias se manifestem, também, na oferta regional de crédito, limitando o potencial de desenvolvimento local, conforme a percepção da maior incerteza, quanto ao comportamento futuro dos fundamentos regionais.

O atual Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES (BNDES 2002)⁴⁴, foi criado em 1952, como parte das sugestões da Comissão Mista Brasil Estados Unidos - CMBEU, destinadas à promoção do desenvolvimento do país e a superação dos chamados *pontos de estrangulamento*. Administrando o *Fundo de Reaparelhamento Econômico - FRE* (BNDES, 2012, p. 16 e 21)⁴⁵, a atuação inicial do BNDE esteve voltada ao financiamento da modernização e ampliação da infraestrutura econômica, com base na seleção e avaliação de projetos que contribuíssem para tal fim.

Tal ênfase visava, sobretudo, financiar a expansão da oferta de energia e dos meios de transporte no país, em um momento em que a geração de energia e o sistema ferroviário passavam a contar com investimentos estatais, visando solucionar o problema do subinvestimento que gerava os famosos *pontos de estrangulamento*.

Merece destaque também, três outros períodos de atuação do Banco, no financiamento do desenvolvimento da economia brasileira, pela importante contribuição à alavancagem das

⁴⁴ Inicialmente, o Banco denominava-se BNDE sem o S de social, incorporado em 1982, quando este ampliou sua atuação, incluindo fundos e programas destinados aos segmentos do pequeno agricultor, à microempresa e às atividades empreendidas por organizações sociais.

⁴⁵ Esse fundo idealizado pela Comissão Mista Brasil Estados Unidos, contava com linhas de crédito abertas pelo BIRD e o EXIMBANK norte-americano que exigiam uma contrapartida de recursos nacionais que foram constituídos por um adicional sobre o Imposto de Renda. Além desses recursos, foi estabelecida a obrigatoriedade de os depósitos das reservas técnicas das companhias de seguro e capitalização serem aplicadas nesse fundo.

taxas de investimento, bem como pela participação na solução do estrangulamento de balanço de pagamentos, ou retração da demanda agregada, ante uma crise internacional.

Entre 1956 e 1960, sua atuação foi importante no financiamento dos investimentos que compunham o Programa de Metas e, possivelmente, este represente o primeiro momento em que os investimentos privados recebiam apoio juntamente com os investimentos públicos, seguindo a funcionalidade estabelecida para ambos, no Programa de Metas. No contexto da implantação da indústria automobilística, foram importantes os financiamentos a algumas empresas nacionais, que se tornariam líderes na indústria de autopeças, nos anos 70 e 80, do século passado.

Um segundo momento entre 1974 e 1979, corresponde ao II PND cuja prioridade era a substituição de importações, em setores ainda não alcançados da indústria de base, de modo a superar o estrangulamento do balanço de pagamentos, ocasionado pela crise internacional, deflagrada pelo primeiro choque do petróleo. Nesse período, o BNDE ampliou sua estrutura e buscou se adequar às novas formas de financiamento vigentes, incorporando novas operações, a exemplo da subscrição de ações e financiamento aos acionistas controladores.

A despeito da profunda crise experimentada pela economia brasileira a partir de 1979, cujo aspecto mais emblemático é o enorme endividamento externo, Castro (1985) salienta que a possibilidade de crescimento, sem estrangulamento externo após 1983, foi possível devido aos resultados desse programa substitutivo de importações.

O terceiro período corresponde ao quadriênio 2007-2010, quando, inicialmente, em apoio aos investimentos do PAC⁴⁶, há uma forte expansão dos financiamentos ao setor privado, principalmente na área de concessões públicas e na cadeia de petróleo e gás. Posteriormente em razão da crise do *subprime*⁴⁷ e seus efeitos sobre a demanda agregada e o crédito privado, o BNDES e outras instituições financeiras públicas ampliam suas operações para compensar

⁴⁶ Programa de Aceleração do crescimento, instituído pelo Governo Federal, em 2007, voltado para ampliação e melhoria da infraestrutura e investimento em vários segmentos, com destaque para o de óleo e gás, contando com recursos orçamentários de empresas estatais e privados. <http://www.pac.gov.br/sobre-o-pac>, 08/2019.

⁴⁷ Crise originada nos EUA, em 2007, devido à proliferação das operações de derivativos, lastreadas em hipotecas de elevado risco que, a partir de certo momento, ao gerarem inadimplência, provocaram efeitos em cadeia, a partir da falência de grandes bancos como o Lehman Brothers e a venda do Bear Stearns.

as consequências desse ambiente adverso que gerou forte aversão ao risco, entre os agentes privados.

Visando estimular o setor produtor de máquinas e equipamentos, criou-se, em 1966, a Agência Especial de Financiamento Industrial – FINAME, vinculada ao BNDE, cujo objetivo era a concessão de financiamento, em condições diferenciadas, segundo o grau de conteúdo nacional do equipamento. Em seguida, para dar amplitude aos financiamentos de compra e venda de máquinas e equipamentos, foi instituída uma ampla rede nacional de agentes, estendida, posteriormente, para outras modalidades de operações do Banco (BNDES 2002 e NAJBERG 2002). Esse fato tem importância particular na definição da hipótese de nossa pesquisa e na definição de uma das variáveis a ser testada devido à grande propagação dessa modalidade operacional, através dos financiamentos via agentes.

Essa forma de operação, denominada *operação indireta*, estabeleceu um estreito vínculo do BNDE com as instituições operacionais do Sistema Financeiro Nacional - SFN, no momento em que este se encontrava em processo de estruturação, orientado pelas reformas financeiras da metade da década de 60.

Pode-se identificar quatro períodos, em relação à composição e grau de segurança das fontes de recursos dessa instituição. Inicialmente, da sua constituição até 1964, o FRE lhe assegurava por Lei o adicional instituído sobre o IR. Entre 1965 e 1974, há uma grande instabilidade, devido à extinção do FRE, passando o Banco a depender de recursos definidos na Lei Orçamentária Anual. Entre 1974 e 1988 a gestão dos recursos do PIS/PASEP é atribuída integralmente ao BNDES que passa a dispor de uma maior capacidade de oferta de crédito. Uma nova limitação é imposta pela Constituição de 1988, a qual poderia corresponder a uma quinta fase⁴⁸.

A importância desses Fundos para as agências de financiamento do desenvolvimento, sobretudo formados por poupanças compulsórias, se deve ao fato de que, além de possibilitarem uma fonte regular de recursos, funcionam como uma espécie de recebíveis que

⁴⁸ A Constituição de 1988 institui Fundo de Amparo do Trabalhador – FAT, formado com os recursos do PIS/PASEP, cuja aplicação preferencial era o custeio do seguro desemprego, cabendo, a partir de então, ao BNDES 40% do montante.

podem tornar mais barata a captação de recursos nos mercados de dívida, por viabilizar um fluxo regular de liquidez, além de servir como contrapartida (FERREIRA, 1995 p. 118)⁴⁹.

Embora não seja nosso objetivo a discussão dos problemas relacionados ao padrão de industrialização e a respectiva estrutura de financiamento que se vai conformando, desde o processo de substituição de importações, alguns comentários se fazem necessário. A justificativa é que nosso tema se relaciona à forma de operação do BNDES, e essa instituição, desde sua criação, se encontra fortemente vinculada aos arranjos institucionais de financiamento da acumulação de capital. Deve-se destacar, entretanto, que nossa discussão não diz respeito às controvérsias teóricas sobre relevância dessa agência no financiamento da acumulação de capital, tema bastante trabalhado na literatura econômica brasileira⁵⁰, visto que ultrapassaria, em muito, o escopo deste trabalho.

A especificidade do padrão de industrialização de uma dada economia, citando Corrêa (1996, p. 86), [...] é elemento fundamental para compreensão do arranjo institucional básico de uma dada estrutura de financiamento, [...]

Sua argumentação é que não se pode pensar, de forma abstrata, a estrutura de financiamento que se vai conformando, pois esta depende do padrão de industrialização, que, por sua vez, está subordinado ao pacto que se estabelece, entre frações de classes, para o qual a ação do estado é imprescindível na determinação do rumo do desenvolvimento cujo padrão, a partir de 1930, passa a ser a industrialização. Nessa perspectiva, a institucionalização de uma dada estrutura de financiamento que pressupõe relações entre público e privado vai se conformando de acordo com os vários estágios de industrialização, que caracterizam a nossa industrialização tardia, decorrente da composição dos interesses de frações de classe, coordenada pelo estado.

Por essa vertente de análise, pode-se afirmar que o primeiro estágio da industrialização brasileira, caracterizado por um padrão tecnológico que apresentava pouca indivisibilidade

⁴⁹ Dentre os mecanismos de poupança compulsória existentes no Brasil os mais importantes são os recursos do PIS/PASEP e do FGTS.

⁵⁰ Dentre vários autores que trabalharam o tema tem-se: Maria da Conceição Tavares, Mario Henrique Simonsen, Luciano Martins, Carlos Lessa, Celso Furtado, Sonia Draibe, João Manoel Cardoso de Mello, Luiz Gonzaga Belluzzo e José Júlio Gomes de Almeida, Pêrsio Arida.

do capital, pouca intensidade deste, além do perfil de concorrência vigente⁵¹, não exigia uma estrutura de financiamento complexa. Essa realidade era perfeitamente compatível com um setor financeiro nacional, dominado pelos bancos comerciais que tinham como principal produto a oferta de crédito de curto prazo.

Dado o nível de crescimento econômico, em um ambiente de barreiras tarifárias, havia uma lucratividade empresarial que gerava expectativas favoráveis, tanto do lado do investidor, quanto dos bancos, possibilitando o financiamento dos investimentos, com empréstimos de curto prazo, renováveis a cada vencimento.

Tal situação, na perspectiva de Minsky, caracterizaria uma fragilidade financeira, porque, mesmo que o fluxo de caixa, a cada período, gerasse resultados que assegurassem pagamentos dos juros e parte da amortização, mudanças de cenários implicariam elevação da dívida e do seu custo, ou, no limite, a necessidade de alienação de ativos de capital que, em geral, apresentam pouca liquidez, expressa na enorme perda de valor na revenda.

Um aspecto a destacar sobre os bancos nacionais em franca expansão, tanto em número de sedes, quanto rede de agências, é a magnitude e o perfil de suas reservas que refletem o pouco desenvolvimento do mercado financeiro, resultando na inexistência de substitutos financeiros à moeda (CORRÊA, 1996, p. 93)⁵².

O problema do financiamento do investimento vai se manifestando à medida que a industrialização avança para os bens duráveis, insumos industriais e bens de capital, ao longo do Plano de Metas. Ainda assim, em um primeiro momento, alguns investimentos são viabilizados por empresas públicas, com recursos fiscais e financiamento externo garantidos com o aval do Tesouro.

Nesse bojo surge o BNDES que, como dissemos, direciona suas aplicações para o setor público, estabelecendo-se, desde então, uma divisão de tarefas entre o capital privado e

⁵¹ O tipo de concorrência, na maioria da indústria, ainda não impôs o fracionamento do capital às empresas nacionais, de modo que estas permanecem familiares.

⁵² A autora chama atenção para o pouco controle das reservas bancárias por uma autoridade monetária incipiente, assim como, para a pouca relevância de títulos públicos, que, em sistemas financeiros maduros, devido à combinação de baixo risco e elevada liquidez, são relevantes na composição das reservas.

estatal. A importância do capital estatal na acumulação resulta da ausência de um processo de consolidação do capital privado nacional, capaz de dar conta desses investimentos e dos respectivos mecanismos de financiamento. Assim a industrialização vai ocorrendo, em alguns segmentos industriais com pouca indivisibilidade de capital e mercados de concorrência menos acirrada, financiada pelo sistema bancário vigente, auxiliado pela inflação que ao assegurar excelentes margens de lucro, garantem o financiamento interno complementar.

Um *salto qualitativo* na dinâmica da acumulação, como salienta Corrêa, apresentava sérias dificuldades pela incompatibilidade dos requerimentos técnico-financeiros dos novos capitais, com as condições internas de acumulação. Dito de outra forma, não havia um grau de competição capitalista no país que impusesse um processo de concentração e centralização de capitais, capaz de induzir condições de financiamento compatíveis com uma nova dinâmica em curso. A solução necessária a esse *salto qualitativo* exigirá a associação do Estado brasileiro ao capital estrangeiro, de modo a assegurar a diversificação industrial e o avanço para setores de bens duráveis, mais intensivos em capital.

Para ultrapassar as barreiras tecnológicas e financeiras envolvidas na implantação dos novos setores é necessária não só a articulação com o Estado, como também com o Capital. Estrangeiro (CORRÊA, 1996, p. 118)⁵³.

A despeito de o sistema bancário continuar operando da mesma forma que antes, observa-se que esse fato não foi impeditivo ao aumento significativo da taxa de investimento, ao longo do Plano de Metas. O problema do financiamento ganha destaque à medida que os investimentos se diversificam e as relações intersetoriais se ampliam surgindo, então, uma necessidade de mecanismos de financiamento compatíveis com a esperada expansão do mercado de bens duráveis. Em particular tornam-se necessários mecanismos de financiamento que assegurassem a possibilidade de endividamento das famílias e o financiamento não inflacionário do setor público, que ampliara bastante suas funções econômicas.

⁵³ Corrêa salienta em outro contexto, mas aqui também é importante, o concurso das políticas monetária e, sobretudo, cambial. Outro aspecto nada trivial, que merece ser salientado, é o fato desse padrão de industrialização ocorrer, simultaneamente, ao processo de reconstrução europeia e do Japão, que por questões de geopolítica norte-americanas exigirão sua quase absoluta atenção.

Vale mencionar a incapacidade das reformas monetárias, de crédito, e do mercado de capitais, implementadas a partir de 1964 alcançaram os objetivos esperados, devido ao diagnóstico do problema do financiamento, assumido pelos formuladores das reformas, segundo Corrêa. Esse diagnóstico salientava que o problema do financiamento do desenvolvimento resultava de um processo inflacionário que, na ausência de instrumentos que assegurassem proteção ao valor dos ativos financeiros, levava a uma busca por ativos físicos, ou moeda estrangeira. Um segundo problema era a excessiva presença do estado, controlando o financiamento do investimento com o uso de fontes de captação ineficientes, pelo fato de dependerem institucionalmente de fontes fiscais que, em um ambiente de déficits orçamentários, resultava em financiamento por emissão monetária.

A argumentação de Corrêa é a de que o problema estrutural do financiamento do desenvolvimento não seria resolvido com a estabilização monetária, criação simultânea de mecanismo de convívio com a inflação (correção monetária), e uma reforma monetária e financeira. Isso porque a questão não era de *desajustes*, mas sim de *impossibilidade do sistema financeiro* se envolver com a acumulação de capital.

[...] podemos afirmar que o financiamento de investimentos que exigem enormes magnitudes de capital e envolvem grandes indivisibilidades não são respondidos pelo sistema financeiro do país a partir de capitais nacionais, não por uma questão de desajuste, mas sim de impossibilidade (CORRÊA, 1996, p. 143).

A essência da argumentação é que a forma como a articulação do estado promoveu o *salto qualitativo* da acumulação – através de capitais internacionais -, ante as razões que impediam o protagonismo dos capitais nacionais, resultou na manutenção da estrutura financeira de então. A conclusão é que a incapacidade dos capitais nacionais liderarem o novo padrão de acumulação torna o sistema de financiamento dispensável para os investimentos, liderados pelo capital internacional. Em segundo lugar, o papel nada desprezível dos bancos comerciais, pouco a pouco, forçaram as reformas em direção aos seus interesses, via um

intenso processo de fusões e formação de conglomerados que vincularão os bancos de investimento ao seu controle⁵⁴.

Essa forma alternativa de entendimento do problema do financiamento não deve sugerir o desconhecimento de algumas mudanças que contribuíram para um novo ciclo de crescimento, conhecido como o *milagre econômico*, ainda que este não apresente sustentabilidade, conforme já analisado, em vários trabalhos. Estamos nos referindo aqui ao significativo papel do financiamento do consumo de bens duráveis das famílias, aos mecanismos de financiamento habitacional e à instituição de um mercado de títulos da dívida pública que alargou bastante o potencial de financiamento do estado, além de criar um espaço de valorização financeira do excedente.

Segundo Ferreira a experiência do desenvolvimento financeiro brasileiro, ainda que não seja *sui generis*, apresenta algumas especificidades em relação às internacionais, devido à forma de intervenção estatal, o que implica reconhecer que, em maior ou menor grau, esta esteve presente, nas demais experiências (FERREIRA, 1995, p. 117/108)⁵⁵.

Pode-se admitir que a síntese exposta aqui fornece, em boa medida, uma explicação para a pouca relevância de alguns instrumentos financeiros, ainda hoje entre nós, e que a solução para tal dificuldade, seguindo a concepção de Corrêa (1996) envolve um conjunto de ações articulando o estado e a sociedade⁵⁶.

5.2 AS OPERAÇÕES INDIRETAS E AS RELAÇÕES COM O SISTEMA FINANCEIRO

⁵⁴ Dois aspectos da reforma merecem menção. Primeiro, sua inspiração no modelo norte-americano à época caracterizado pela segmentação dos mercados, forte regulação exercida pelo FED, e relevância dos bancos de investimentos. Essas instituições, no caso brasileiro deveriam ter papel relevante, contando para tanto com a participação de congêneres estrangeiros, e atuariam promovendo a abertura do capital das empresas nacionais, convertendo *finance* em *funding*.

⁵⁵ O autor destaca o modelo anglo-saxão, apoiado no mercado de capitais, o modelo francês e japonês, apoiado na garantia de liquidez dos títulos de crédito bancário, pela autoridade monetária, e o modelo alemão de forte vínculo entre o capital bancário e industrial.

⁵⁶ Só uma articulação social ampla fundada em um projeto de longo prazo poderia assegurar a diversificação do capital nacional, com a incorporação por este do estado da arte, no processo de produção. Isso envolveria, necessariamente, políticas na área educacional, de C&T, industrial, de comércio exterior e de modernização dos mercados financeiros, como fizeram alguns países asiáticos.

Nesta seção analisaremos alguns aspectos das relações entre o BNDES e o SFN cuja relevância decorre do uso das operações indiretas pela primeira, o que terá implicações sobre a distribuição do crédito, ante o comportamento dos agentes repassadores. Ilustraremos a análise com o uso de dados para o período 2002/2012 que é o período objeto do teste empírico, cuja justificativa será apresentada no seguinte capítulo.

Durante esse período a economia brasileira apresenta um dinamismo relativamente maior da taxa de investimento, medida pela variação anual da formação bruta de capital fixo. Após uma queda de 13%, em 2003, explicável, possivelmente, pela incerteza decorrente da mudança de governo e da necessidade de dar respostas aos mercados financeiros - a exemplo da forte elevação da taxa SELIC ao longo de 2003 -, as taxas de investimento se elevam, entre 2006 e 2008, com um consistente aumento ao redor de 10% (Tabela 1). Nesse período de consistente aumento da formação bruta de capital os desembolsos do Sistema BNDES, exceto no ano de 2006, respondem com taxas de crescimento superiores. Como consequência a participação dos desembolsos do Sistema BNDES na formação bruta de capital fixo eleva-se de uma média de 12,6%, no período 2002 e 2007, para o patamar de 21%, no biênio 2009/2010 (Tabela 1). Essa participação superior a 20% em 2009 e 2010 foi resultado de uma decisão de política econômica, com a criação de estímulos ao investimento, incluindo taxa fixa de juros com maior subsídio embutido.

Esses índices, aparentemente baixos, merecem ser qualificados, uma vez que a Formação Bruta de Capital contempla a totalidade dos investimentos, incluindo os públicos, do segmento imobiliário da construção civil, que tem um peso considerável nesse agregado, dentre outros. Assim, uma desagregação da Formação Bruta de capital, considerando-se apenas os investimentos financiáveis pelo BNDES, possivelmente, ilustraria uma participação bem maior⁵⁷.

⁵⁷ Ver nota de rodapé 1, página 14

Tabela 1 - Taxas de Crescimento da Formação Bruta de Capital, dos Desembolsos do Sistema BNDES e Participação dos Desembolsos do Sistema BNDES na Formação Bruta de Capital

Ano	Taxa de Crescimento Anual		Participação dos Desembolsos na Formação Bruta de Capital
	Formação Bruta de Capital	Desembolsos do Sistema BNDES	
2002	-	-	14,02
2003	-13,22	-27,24	11,76
2004	8,71	8,64	11,75
2005	2,97	11,23	12,69
2006	10,11	7,39	12,38
2007	12,37	20,36	13,26
2008	10,73	25,93	15,07
2009	3,71	47,34	21,42
2010	18,76	17,04	21,11
2011	4,11	-24,05	15,40
2012	4,39	6,02	15,64

Fonte: BNDES, IBGE, IPEA/DATA e Fundação Getúlio Vargas

Nota: Valores deflacionados pela média anual do IGP-DI - preços de 2012

Elaboração do autor

Nos anos de 2002 e 2003 em que ocorreu baixo crescimento e até de queda do produto, houve um incremento da participação das chamadas operações indiretas, através de agentes e a consequente redução das operações diretas (Tabela 2)⁵⁸. Vale salientar que, apesar da pequena taxa de crescimento das operações indiretas (Tabela 4), sua participação se eleva para aproximadamente 63% em 2004 (Tabela 2), caracterizando um período, possivelmente, de investimentos atomizados e de baixo valor. À medida que a economia voltou a crescer de forma consistente, período 2005 a 2010, a participação das operações diretas elevou-se até alcançar 57%. Esse fato se deveu, entre outras razões, à implementação de um pacote de investimentos estruturantes, de grande magnitude, financiados diretamente pelo BNDES. De novo esse elevada participação das operações diretas em 2009 não correspondeu a uma reduzida taxa de crescimento das operações indiretas que pelo contrário cresceram 34% nesse ano (Tabela 4). Com a perda de ritmo do crescimento a partir de 2011 a distribuição das operações tendeu a se equilibrar.

⁵⁸ Por questão de disponibilidade de dados que permitissem uma comparação, o critério utilizado aqui é de aprovação que representa uma etapa anterior à contratação e ao desembolso. Lembrando ainda que em muitas operações os desembolsos não são realizados em parcela única.

A presença das operações de maior valor nessa instituição de fomento implica uma concentração de risco, contrariamente ao que acontece nos grandes bancos que tendem a operar com menores valores por contrato, podendo, assim, diluir o risco. Um segundo aspecto é que as operações através dos agentes tendem a ser, predominantemente, aquelas destinadas à aquisição de máquinas e equipamentos, em muitos casos um único item, o que torna a análise da operação menos complexa e mais rápida, implicando menores custos.

Tabela 2 - Participação Percentual das Operações Diretas e Indiretas, no Total das Aprovações do Sistema BNDES¹

Ano	Direta	Indireta
2002	56,88	43,12
2003	45,59	54,41
2004	37,17	62,83
2005	50,96	49,04
2006	56,74	43,26
2007	55,46	44,54
2008	55,08	44,92
2009	56,79	43,21
2010	40,43	59,57
2011	47,64	52,36
2012	50,45	49,55

Fonte: BNDES

Nota: 1 Apenas nas linhas FINEM

FINAME E BNDES Automático

Conforme comentamos anteriormente, devido à excessiva concentração da atividade bancária no Brasil, apenas três bancos somavam entre 40% e 58% dos repasses daquela agência de fomento, ao longo de alguns anos do período analisado (Tabela 3). Considerando-se as treze maiores instituições em operações indiretas, observa-se uma única instituição não bancária nesse conjunto. Trata-se do BRDE, que é um banco de desenvolvimento regional, controlado pelos Estados do Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul, operando, portanto, apenas na Região Sul. Vale mencionar, ainda, a presença dos bancos de montadoras, que ao financiarem a aquisição de veículos pesados, obtêm um ganho adicional com o *spread* obtido nas operações de repasse. Em 2005, todas as demais instituições representavam menos de 10% das operações indiretas, estando incluso nesse conjunto os pequenos bancos comerciais,

os poucos Bancos Estaduais de Desenvolvimento que restaram após o PROES⁵⁹ e as Agências de Fomento que foram criadas através dessa mesma política.

Tabela 3 - Participação Percentual dos Maiores Agentes do BNDES, na Contratação de Operações Indiretas 2002, 2005, 2007, 2010 e 2012

Instituição	2002	2005	2007	2010	2012
BANCO DO BRASIL	6,32	6,70	11,94	15,98	25,14
ITAU	14,94	18,75	17,23	18,90	19,96
BRADESCO	18,62	17,56	16,58	16,78	12,98
BANCO VOLKSWAGEN	4,01	6,57	5,46	6,68	5,13
MERCEDES BENZ	5,38	8,39	5,36	4,81	4,19
SANTANDER	4,86	7,82	8,91	5,54	3,74
CAIXA	1,04	1,39	1,07	1,26	2,99
BANCO VOLVO	2,45	2,83	1,88	2,02	2,75
BRDE	3,09	3,79	2,94	2,16	2,20
VOTORANTIM	0,53	2,93	3,26	4,29	2,11
BANCO CATERPILLAR	2,15	3,26	2,05	1,57	1,63
KIRTON BANK	1,63	1,62	2,52	2,12	0,72
SAFRA	6,34	9,39	9,24	6,68	0,16
Demais Instituições	28,64	8,99	11,56	11,22	16,30
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Participação das Três Primeiras Instituições	39,88	43,01	45,76	51,66	58,08

Fonte: BNDES

Alguns comentários são necessários quanto ao comportamento dos valores dos repasses do BNDES e das operações com recursos livres, comparativamente ao PIB (Gráfico 1).

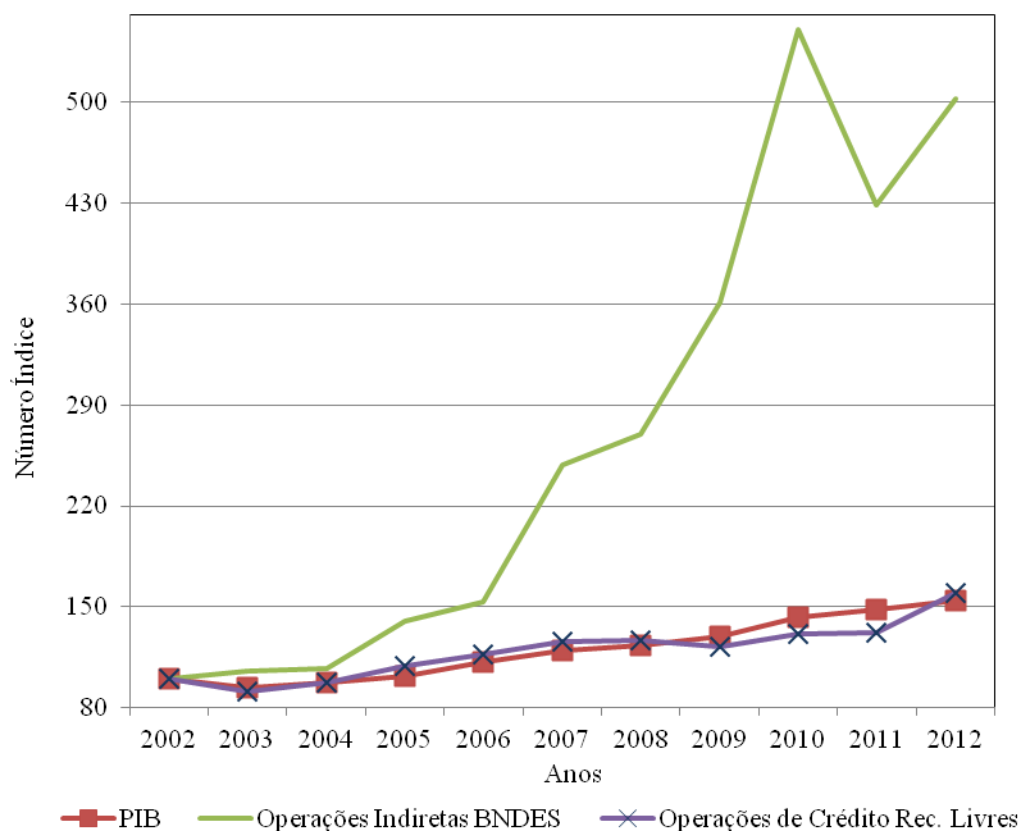
Em relação aos créditos concedidos com recursos livremente captados, observa-se um comportamento da curva muito semelhante à do PIB, entre 2002 e 2009, ficando a primeira pouco abaixo da segunda, em 2010 e 2011, devido aos efeitos da crise gerada pelos *subprimes* que provocou uma retração do crédito pelo sistema bancário brasileiro. Deve-se mencionar que boa parte desse crédito se relaciona com o giro dos negócios empresariais, daí sua forte aderência ao PIB. Um fato importante que deve ter ampliado essa modalidade de crédito foi a introdução do crédito consignado, a partir de 2005, estimulando os bancos a ampliarem os empréstimos à pessoa física, praticando *spreads* menores.

Já as concessões de crédito com recursos do BNDES, se relacionam diretamente com a formação bruta de capital, por isso seu forte crescimento entre 2006 e 2010. Esse

⁵⁹ PROES, instituído pela MP 1514 de 08/1996, apoiado em vários argumentos, visava reduzir a presença do Estado no setor financeiro.

comportamento não é tão aderente como o observado entre as concessões de crédito com recursos livres e o PIB, devido a dois fatores já mencionados. Primeiro o fato das operações de repasses representarem uma parcela das concessões do Sistema BNDES. Segundo, do lado da demanda, os investimentos financiados através dos repasses são, em geral, investimentos atomizados, de menor valor, o que torna o comportamento do investidor orientado, sobretudo, por uma visão de curto prazo. Contrariamente, os financiamentos diretos do BNDES, por serem investimentos estruturantes se antecipam à demanda e são orientados, sobretudo, por uma visão de longo prazo.

Gráfico 1 - Comportamento do PIB, das Concessões de Crédito com Recursos de Repasses e com Recursos Livres, em Número Índice



Fonte: IBGE, BNDES e BANCO CENTRAL

Nota: Deflator IGP-DI, preços de 2012

Outro comentário importante diz respeito à razão entre os créditos com recursos livres e os de repasses do BNDES que apresenta um consistente declínio entre 2005 e 2010 (Tabela 4). Esse declínio torna-se compreensível ao se comparar as elevadas taxas de crescimento dos repasses, com as de concessões de crédito com recursos livres, medidas em termos de contratações. A primeira justificativa para as elevadas taxas de crescimento do financiamento

do investimento são as elevadas taxas de crescimento da formação bruta de capital, sobretudo a partir de 2006, que são atendidas com o aumento do orçamento de crédito do BNDES. No biênio 2008-2010, tem-se, em adição, a retração do crédito concedido com recursos livres pelo sistema financeiro privado, levando todo sistema financeiro estatal a ampliar suas carteiras de crédito, incluindo o BNDES, que irá criar até linhas de crédito para giro, contribuindo para amenizar a momentânea crise de liquidez.

É possível que nesse momento os bancos tenham privilegiado a substituição de recursos livremente captados no mercado por esses recursos de repasse que, a despeito de apresentarem um menor *spread*, geram menos problemas de recomposição de fontes por apresentarem um giro muito mais lento. Dito de outra maneira, a captação de depósitos apresenta um giro muito mais rápido, comparativamente às obrigações geradas por repasses, que possuem os mesmos prazos de vencimento dos créditos concedidos, gerando, portanto, menores custos de recomposição de fontes, em um ambiente de elevação de taxa de juros. Os dados da Tabela 5 corroboram esse raciocínio, principalmente após 2009.

Tabela 4 - Taxa de Crescimento das Operações de Repasses com Recursos do BNDES, das Operações de Crédito com Recursos Livres, a preços constantes, e Razão entre Recursos Livres e Repasses com Recursos do BNDES 2002/2012

Anos	Taxa de Crescimento %		Recursos Livres/ Repasses do BNDES
	Repasses com Recursos do BNDES	Crédito com Recursos Livres	
2002	-	-	138,60
2003	5,44	-8,98	119,65
2004	2,13	6,81	125,13
2005	30,42	12,00	107,46
2006	9,07	7,47	105,89
2007	62,10	7,88	70,47
2008	8,80	0,15	64,87
2009	33,67	-3,20	46,97
2010	52,34	7,19	33,05
2011	-22,02	0,71	42,68
2012	17,02	21,12	44,17

Fonte: Banco Central do Brasil - IF. Data/Dados selecionados de Instituições Financeiras, BNDES - Séries Históricas/Indicadores financeiros do BNDES
Nota: Preços constantes de 2012, deflator IGP-DI

Conforme a Tabela 5, entre 2002 e 2005 há um consistente aumento da proporção dos depósitos totais nos passivos do Sistema Financeiro, estabilizando no biênio 2007/2008, próximo a 42%, para declinar sistematicamente a partir de 2010. Já as obrigações por repasses como proporção dos passivos apresentam um comportamento inverso que se estende até 2006, estabilizando-se entre 2007 e 2009, próximo aos nove por cento, para então se elevar nos três últimos anos. Prevalecendo o argumento desenvolvido anteriormente de uma possível substituição de fontes. Ainda que as obrigações por repasses contemplem outras fontes federais e recursos externos, a partir de 2006, na maioria dos anos, os repasses do BNDES estiveram acima dos 45%, conforme terceira coluna de dados da Tabela 5.

Tabela 5 - Participação Percentual dos Depósitos Totais, e das Obrigações por Repasses das Instituições Financeiras em seus Passivos e Razão entre Saldo de Crédito por Repasses e o saldo de Obrigações por repasses por Repasses 2002/2012

Ano	Depósitos Totais/Passivos ¹	Obrigações por Repasses/Passivos ¹	Saldo de Crédito por Repasse ² /Obrigações por Repasses
2002	43,77	14,55	30,89
2003	45,19	12,25	34,56
2004	46,06	11,95	37,05
2005	48,05	9,98	43,66
2006	47,05	8,46	48,62
2007	41,64	9,16	41,51
2008	42,93	9,07	41,46
2009	45,38	8,62	45,77
2010	42,18	9,51	51,38
2011	40,93	10,43	49,16
2012	37,93	10,23	47,80

Fonte: Banco Central do Brasil - IF. Data/Dados selecionados de Financeiras, BNDES - Séries Históricas/Indicadores financeiros do BNDES

Nota: 1 Os Passivos excluem Obrigações Compromissadas Recursos de Aceites e emissão de Títulos, Instrumentos Derivativos, Outras Obrigações e o Patrimônio Líquido

2. Dados retirados da carteira de crédito do BNDES

Os dados expostos e suas relações destacam a atuação solidária do BNDES com o Sistema Financeiro, inexistindo qualquer traço de concorrência. Essa solidariedade tende a não ser

linear no tempo, em razão da instabilidade macroeconômica, que leva não só a uma menor demanda por financiamento de investimentos, como a uma fuga das instituições financeiras para os ativos líquidos, reduzindo, portanto, sua exposição em ativos de maior prazo. O Sistema Financeiro Brasileiro, a despeito do tamanho e sofisticação continua atrelado à concessão de crédito de curto prazo, com poucas exceções que são o financiamento de bens duráveis, o financiamento imobiliário e algumas operações fora de balanço de colocação pública de debêntures e ações.

6 ANÁLISE EMPÍRICA

6.1 DEFINIÇÕES METODOLÓGICAS

O objeto de nossa pesquisa resulta, de um lado, do peso que as operações indiretas passam a ter no total dos financiamentos do Sistema BNDES, principalmente nos anos recentes. Do outro, da sua importância na difusão espacial dessas operações. Conforme ilustrado no Capítulo 5, as operações indiretas superam os 40% do total, em todos os anos da série 2002/2012. Em alguns anos, ultrapassa os 50%, num cenário de crescimento do total dos desembolsos do BNDES, principalmente entre 2005 e 2010.

Como salientamos, anteriormente, as operações indiretas foram instituídas com o propósito de tornar possível o acesso aos financiamentos desse banco, nos locais mais remotos do país, sobretudo pelas PME. Esse modelo operacional, a despeito do seu menor custo de implantação, em razão da existência de uma rede de agências bancárias no país, não pode ser considerado neutro na perspectiva da distribuição regional dos financiamentos.

Conforme desenvolvemos nos capítulos teóricos, os bancos expandem ou contraem o crédito a partir de suas estratégias de obtenção de um maior lucro médio por unidade de ativo. Tal estratégia exige a permanente administração, simultaneamente, de ativos e passivos, em um ambiente de intensa concorrência e de incerteza fundamental, em relação à taxa de juros futura, valor dos ativos e sua liquidez. Nessas circunstâncias, o sistema bancário é capaz de interferir na oferta monetária, através da decisão quanto à oportunidade de concessão de crédito, dada sua preferência pela liquidez. Necessariamente, essa escolha, em um ambiente de incerteza, que estimula a preferência pela liquidez, tende a impactar o comportamento da demanda agregada e da renda, em uma economia fundada no crédito. Esse problema observado em uma perspectiva agregada tende a ganhar maior relevância na dimensão regional, devido às percepções regionalmente diferenciadas da incerteza, decorrentes do menor desenvolvimento das instituições, o que interfere nos termos dos contratos e na volatilidade dos preços dos ativos.

Partindo desse problema, nossa hipótese é que a forma de difusão espacial dos financiamentos do BNDES, através do sistema bancário, provoca o surgimento de viés

regional em sua distribuição, entendido como um volume de financiamentos que não é totalmente explicado pelas diferenças nas estruturas produtivas locais, refletidas no nível de demanda. Isso ocorreria devido à superposição das escolhas negociais do banco com suas percepções regionalmente diferenciadas do ambiente de negócios local que incorpora elementos outros que não apenas a demanda local por financiamentos de investimento. Essa demanda, na ausência da preferência pela liquidez, assimetria da informação e custos de transação, refletiria a perspectiva dos empresários sobre a demanda futura de seus produtos, assim como suas estratégias de concorrência, fazendo com que a taxa de juros equilibre a demanda e oferta desejadas.

As diferenças regionais de confiança, em relação aos elementos que embasam a decisão de concessão de crédito, geram graus diferenciados de incerteza regional. Os fatores responsáveis por essa diferenciação de incerteza dizem respeito ao ambiente socioeconômico local, envolvendo comportamentos coletivos e o estágio de desenvolvimento das instituições, e são capazes de influenciar na decisão do crédito.

Pelo lado da demanda a percepção dos empresários locais em relação às perspectivas dos negócios em seus municípios, representa um importante fator que influencia a conduta bancária, assim como a magnitude da inadimplência empresarial, medida em títulos protestados ou falências por período. Ainda do lado da demanda, a disponibilidade e qualidade das informações dos potenciais mutuários representam, também, um fator importante.

Outro aspecto a destacar é o estágio de desenvolvimento dos mercados financeiros locais, visto que este interfere na liquidez dos ativos, na redução dos custos de transação, na formação de preços e na segurança legal dos contratos.

Todos esses fatores mencionados interferem na oferta local de crédito e na magnitude dos *spreads* que, muitas vezes, não correspondem ao grau de risco de um empreendimento específico.

A análise empírica desenvolvida apoia-se, portanto, na concepção da moeda e do crédito que, segundo a visão pós-keynesiana, é o resultado das interações entre o público, instituições

financeiras e autoridade monetária, em um ambiente de incertezas em que as instituições não são neutras e estão em permanente evolução, interferindo nas condições de oferta e demanda. Com base nesse referencial teórico, na caracterização e análise do desempenho do BNDES e com o uso de uma base de dados, para os municípios brasileiros, no período 2002/2012, foi testado um modelo econométrico com o objetivo de validar ou negar nossa hipótese, quanto à existência de uma maior volatilidade dos financiamentos, que tende a comprometer o desenvolvimento local.

A escolha da série temporal de dados se justifica pelo fato de esta reunir subperíodos de baixo crescimento, de crescimento consistente e de crise internacional, originada no setor financeiro. Do ponto de vista macroeconômico, após alguma turbulência na transição do governo Fernando Henrique Cardoso para o governo Lula, inicia-se um período de crescimento mais consistente com recuperação dos principais indicadores macroeconômicos, entre 2005 e 2010. Em seguida tem-se um efeito defasado da crise financeira internacional, cujos reflexos, em alguns indicadores, já se manifestam em 2010, apesar do expressivo crescimento do PIB. Por fim, em 2012, o quadro de deterioração tende a se agravar, impulsionado, a partir de 2014, pela instabilidade política, que reduz fortemente o crescimento e gera contração do crédito devido à volatilidade dos indicadores. A partir de 2017, a crise fiscal leva à retração dos recursos do BNDES, contribuindo, ainda mais, para contração dos investimentos. Em suma, a quebra estrutural verificada após 2010 tendeu a se agravar, como será demonstrado nos testes econométricos. A introdução de variáveis dummies para cada ano aponta que, com o avanço dos anos, a tendência é uma contração do financiamento, reforçando os efeitos da incerteza e do comportamento do PIB. Pode-se concluir que, apesar dos efeitos das condições conjunturais, sobre as variáveis utilizadas, se ampliarem, a partir de 2012, tem-se uma situação bastante clara de interrupção de um ciclo expansivo. Assim a ampliação da série analisada pouco acrescentaria à robustez dos resultados.

Nossa base de dados é formada por dados secundários, obtidos via *download* no *site* das instituições gestoras das respectivas informações. A partir desses dados, foram construídos alguns índices, a serem detalhados, e que servem de *proxies* para as variáveis que serão explicadas na seção seguinte.

O modelo econométrico utilizado é o de dados em painel, expressos por uma equação matricial, em que y é função de um determinado número de variáveis independente.

$$y_{it} = f(x_{1it}, x_{2it}, \dots, x_{nit}) \quad (1)$$

Onde x representa uma dada variável para o município i , no ano t . O i varia de um a 5.570 que representa, por sua vez, a quantidade de municípios brasileiros existentes em 2012, e t varia de 2002 a 2012.

O uso desse modelo foi realizado, aplicando-se para as estimações principais o método de estimação básico. Na estimação básica de dados em painel, considera-se como principal estratégia a captura das variações em nível de municípios e variações no tempo. Além disso, a estratégia de identificação dos parâmetros pressupõe a existência de fatores individuais não observados nos municípios afetando a oferta de financiamento. A literatura trata esses fatores como heterogeneidades não observadas. Desse modo, é preciso aplicar um método de estimação considerando que estes efeitos não observados existam em cada município e que podem ser fixo ou aleatório. Assim, tem-se dois métodos principais de estimação para dados em painel, estimação com efeitos fixos e estimação com efeitos aleatórios. A decisão entre a aplicação do método para efeitos fixos ou efeitos aleatórios é feita através do teste de Hausman. Essa metodologia é o procedimento padrão adotado em econometria. Ver Wooldridge (2010).

6.2 ESPECIFICAÇÃO ECONOMÉTRICA

A seguinte equação matricial foi regredida com o uso do método de estimação básica de dados em painel. Realizaremos vários testes, excluindo-se algumas variáveis da equação geral, especificada a seguir, que possui nove variáveis explicativas, construídas a partir da base de dados, das quais uma é a variável que capta a tendência temporal, outra que considera os efeitos sobre um município específico, uma vez que este faz parte de uma região, e uma variável específica que representa a heterogeneidade individual não atribuível às demais variáveis.

$$\begin{aligned}
 bndesmunbr_{it} = & \beta_0 + \beta_1 bndesmunbr_{it-1} + \beta_2 plb_{it} + \beta_3 cvprov_{it} + \beta_4 empsf_{it} + \\
 & \beta_5 iprovcr_{it} + \beta_6 coaber_{it} + \beta_7 lpibpc_{it} + \beta_8 lpop_{it} + \beta_9 trend_{it} + \mu_i + u_t
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

A variável $bndesmunbr_{it}$ representa a razão entre os financiamentos indiretos no município i e o total dos financiamentos indiretos do BNDES, em um dado ano. Assim, nosso objetivo é explicar a relevância de cada variável explicativa na determinação dessa variável dependente. A escolha de um índice, ao invés do valor absoluto, se deveu à significativa concentração dos financiamentos nos municípios que somam grande parte da atividade econômica do país, como será ilustrado adiante. Com isso pretendeu-se normalizar os dados.

A variável plb é uma proxy que representa a preferência pela liquidez bancária cuja finalidade é captar os efeitos desse fenômeno sobre a oferta de financiamentos.

Em geral, os testes econométricos, da perspectiva pós-keynesiana, ao definirem os fatores que interferem na oferta regional de crédito bancário, elegem, dentre eles, a preferência pela liquidez. Esse elemento é representado por uma variável proxy que, na maioria dos testes, apresenta significativo poder explicativo. Essa variável tende a ser a razão entre os depósitos à vista e o total de crédito, em detrimento da razão entre as reservas de maior liquidez e saldos de crédito.

Duas razões justificam essa escolha. Inicialmente, a inconveniência do uso da segunda se deve ao fato da gestão das reservas se realizarem centralmente, e não ao nível da agência. Segundo, apesar do enorme giro dos depósitos à vista no curto prazo, estes mantêm, no longo prazo, uma relação relativamente estável com a renda. Como consequência em situação de maior incerteza, principalmente decorrente de choques exógenos, há uma elevação da razão depósitos a vista crédito. Isto ocorre devido à maior contração do crédito relativamente aos depósitos, o que pode refletir uma recomposição dos ativos, em favor daqueles mais líquidos, como medida defensiva, em antecipação à possibilidade de perda crescente de depósitos à vista.

Apesar das considerações antecipadas na Introdução, em relação aos efeitos da preferência pela liquidez, resolvemos manter essa variável proxy ao invés de incorporá-la ao termo de erro, por considerar a possibilidade de algum efeito sobre os financiamentos.

A terceira variável, *cvprov*, é o coeficiente de variação das provisões bancárias, utilizada como uma variável *proxy* para captar os efeitos da incerteza local sobre a oferta de financiamentos, embora saibamos das dificuldades metodológicas de medir a incerteza, tarefa que se torna mais difícil, em se tratando de uma economia local.

No plano internacional, há trabalhos que combinando a irreversibilidade parcial do investimento com a existência de fricções nos mercados financeiros, buscam avaliar seus impactos no investimento, através da elevação do custo de uso do capital. Simultaneamente, eles avaliam também quanto da incerteza resulta da irreversibilidade do investimento e quanto das distorções nos mercados financeiros. A *proxy* de incerteza, utilizada nesse caso, é a volatilidade dos preços das ações no mercado norte-americano (GILCHRIST, SIM e ZAKRAJSEK 2014)⁶⁰.

A conclusão desses autores é que há dois canais fundamentais, através dos quais a incerteza eleva os *spreads* sobre o custo do uso do capital. O primeiro seria as fricções de mercado que, para um subconjunto de empresas que possuem classificação de crédito, seriam atenuadas. O segundo decorre da interação do choque adverso com a irreversibilidade do investimento, que tende a causar problemas de insolvência, pela deterioração do valor do ativo colateral à dívida.

Há também trabalhos nacionais que buscam construir proxies da incerteza utilizando, por exemplo, o grau de volatilidade das taxas de juros a termo, o comportamento do preço no mercado futuro de um ativo relevante, ou mesmo, o índice da bolsa de valores e sondagens empresariais (COSTA FILHO 2014 e FERREIRA, OLIVEIRA, LIMA, e BARROS 2018).

Ao utilizarmos essa *proxy* que busca captar os efeitos da incerteza, supomos que a volatilidade das provisões resulta da subjetividade do processo de análise e deliberação da operação. Apesar dos modelos sofisticados de estimação do risco do mutuário e da operação específica, que servem para classificação do risco da operação e,

⁶⁰ A irreversibilidade do investimento é um conceito de avaliação de investimento mais sofisticado que o cálculo do valor presente do fluxo de caixa, pois incorpora conceitos do mercado de opções, levando-se em consideração os efeitos sobre o valor do investimento, quando este é realizado com as informações disponíveis em t_0 , ao invés de aguardar o momento t_1 , em que a decisão poderia gerar um melhor resultado, em razão de um cenário mais favorável que eliminaria o custo da opção pela realização do investimento em t_0 .

consequentemente, determinação do valor da provisão, haverá sempre algum arbítrio na definição de parâmetros que alimentam os modelos⁶¹.

Há outros fatores a interferir nas provisões das operações de crédito até o seu vencimento. Possivelmente, o principal deles é o planejamento tributário e de lucros utilizado pelas instituições financeiras, de modo a atender aos interesses dos controladores e dos gestores. Como se trata de um planejamento, ainda que possa vir a sofrer correções ao longo do exercício, supomos que sejam mais estáveis que o subjetivismo existente na avaliação da operação a cada momento, fortemente influenciada pelo comportamento dos empresários, formadores de opinião locais que tende a substituir a incipiente geração de informações.

Em razão dos comentários acima, nossa suposição é que a volatilidade dessa variável seria um bom indicador capaz de medir os efeitos da incerteza nas decisões bancárias sobre a concessão de novos financiamentos no município, na ausência dos tradicionais indicadores utilizados.

A quarta variável, *empsf*, é o número de empregos no setor financeiro do município, por mil habitantes. Essa variável *proxy* objetiva medir o grau de institucionalidade do setor financeiro e seus efeitos sobre a oferta de financiamentos local. Como dissemos anteriormente, esse desenvolvimento interfere na liquidez dos ativos, na redução dos custos de transação, na formação de preços e na segurança legal dos contratos. O número relativo de empregados tende a refletir o volume de serviços prestados pelas instituições financeiras em cada localidade.

A quinta variável, *iprovcr*, é o índice de provisão de crédito dos bancos em dado município. Esse indicador expressa a qualidade da carteira de crédito das instituições locais. A disponibilidade dos dados sobre provisões bancárias por município impõe certa limitação à nossa pesquisa, pelo fato de duas das maiores instituições do varejo bancário não realizarem provisões por agência, concentrando-as em suas sedes⁶².

⁶¹ As principais normas para classificação do risco da operação de crédito são a Resolução nº 4557 de 23/02/2017 e a Resolução nº 4745 de 29/08/2019 do Banco Central do Brasil. Embora sejam recentes elas mantêm a essência das Resoluções que vigiam anteriormente.

⁶² Essa limitação está presente também no coeficiente de variação das provisões, variável *proxy* que capta os efeitos da incerteza.

A sexta variável, *coaber*, é o coeficiente de abertura da economia local, medido pela razão entre a soma das exportações e importações e o PIB. Com essa variável, desejamos medir se a característica da demanda da economia local é um elemento diferenciador na concessão de financiamentos do BNDES. Dito de outra maneira, em que medida a importância relativa do setor gerador da renda local afetaria a decisão de financiar.

A sétima e oitava variáveis, *lpibpc* e *lpops*, respectivamente, se relacionam também com aspectos estruturais da economia local. A escolha do PIB per capita, variável que expressa o grau de intensidade da atividade local permite avaliar em que medida esse estimularia os investimentos e conseqüentemente os financiamentos. Estas são variáveis que, em condições de livre concorrência, ausência de incerteza, plena mobilidade dos fluxos financeiros inter-regionais e amplo acesso à informação, sem custos, determinaria a disponibilidade de crédito.

A nona variável, *trend*, é uma dummy que busca captar a tendência do volume de financiamentos no Brasil, ao longo da série, neutralizando os efeitos das demais variáveis. Como se pode observar no Gráfico 1 do capítulo anterior, há uma quebra de tendência dos financiamentos por repasses após 2010. Em relação à concessão de crédito com recursos livres essa quebra de tendência ocorre após 2008. Ambas ocorrem a despeito do PIB manter algum crescimento. Essa quebra de tendência é explicada pela crise financeira internacional, no período de 2007-2008, que provoca uma grande reação do sistema bancário, expressa na contração do crédito e, portanto, na decisão de menor exposição em ativos de maior risco.

6.3 A METODOLOGIA DE ESTIMAÇÃO

Após as estimações do modelo básico em painel, foi realizada uma análise de estática comparativa de maneira a isolar os diferenciais de variação regional dos efeitos de duas variáveis do modelo. As duas variáveis foram o *cvprov* e *lpibpc*. Para isolar os efeitos regionais foram construídas variáveis *dummies* para as cinco macrorregiões brasileiras: Norte, Nordeste, Sudeste, Centro-Oeste e Sul. Essas variáveis *dummies* foram utilizadas de forma multiplicativa em relação às duas variáveis citadas e aplicadas separadamente, de maneira a gerar cinco modelos adicionais. Na análise realizada, os parâmetros gerados por cada nova variável (*dummy_regional*cvprov* e *dummy_regional*lpibpc*) são adicionados aos

parâmetros das variáveis *cvprov* e *lpibpc* e comparados aos parâmetros das mesmas, estimadas previamente no modelo básico sem as variáveis *dummies* multiplicativas. Este procedimento é padrão em análise econométrica com variáveis *dummies* multiplicativas, conforme Wooldridge (2006). Isso permite verificar como os efeitos das duas variáveis sobre a proporção dos financiamentos do BNDES nos municípios variam entre as macrorregiões brasileiras.

A estimação considerando a proporção dos investimentos do BNDES nos municípios, referente ao período anterior, na estrutura de estimação de dados em painel, também foi considerada. Para isso, foi necessário especificar uma variável dependente defasada. Esse procedimento de especificação faz com que as variáveis explicativas de interesse se tornem endógenas, de maneira que os parâmetros estimados pelos métodos tradicionais para dados em painel, a saber, procedimento de estimação com efeitos fixos ou efeitos aleatórios, passa a produzir parâmetros viesados e inconsistentes. Desse modo, a literatura apresenta como solução a aplicação de procedimentos de estimação utilizando variáveis instrumentais. A dificuldade de obtenção de variáveis instrumentais para esse caso fez com que surgisse como possibilidade a utilização de defasagens da variável dependente, em diferenças, como variáveis instrumentais. Nesse caso, os procedimentos de estimação requerem métodos alternativos. O método dos momentos generalizados é a alternativa mais viável para a obtenção de estimadores consistentes e não viesados, conforme Baltagi (2008). Em particular, o método proposto por Arellano e Bond (1991) foi utilizado no presente trabalho para realizar as estimações.

O motivo de se testar essa variável justifica-se porque os recursos disponibilizados pelo BNDES, a uma dada instituição financeira, além de depender da capacidade orçamentária dessa agência, depende do grau de risco e do volume financeiro contratado no passado pelo agente. O grau de risco do agente está associado à qualidade de sua carteira, grau de alavancagem, dentre outros aspectos, tendendo a não apresentar grandes variações no caso das maiores instituições. Pode-se simplificar que o limite operacional, ao menos para as grandes instituições, depende da magnitude dos empréstimos passados. Portanto, o volume efetivamente contratado, ao menos para as grandes instituições, depende do valor das operações passadas, da demanda dos mutuários e das decisões estratégicas da instituição, em conceder o financiamento.

Para fins de teste de robustez e análise de consistência das estimações realizadas através do método de dados em painel, as estimações também foram realizadas através do modelo de Poisson para dados em painel. As estimações, nesse caso, são realizadas através de método não-linear de máxima verossimilhança. A aplicação dessa modelagem decorre do fato de que em muitos municípios a proporção de financiamentos do BNDES no município é zero. Isso faz com que o valor zero seja um valor relevante para a análise. Embora as estimações não tenham trazido mudanças significativas nos resultados optou-se por apresentá-las no Apêndice C. A metodologia de estimação é apresentada em Cameron e Trivedi (2005).

As estimações foram realizadas utilizando o software estatístico/econométrico Stata, versão 13.

6.4 BANCO DE DADOS

Conforme já mencionado, a base de dados foi formada por dados secundários obtidos de diversas instituições federais, através de download dos arquivos disponíveis nas respectivas páginas na internet.

Os dados relativos às operações indiretas do BNDES referem-se aos valores contratados, para os anos da série utilizada, apresentados diariamente, discriminando o cliente, estado e município, valor do contrato, condições contratuais, agente repassador, dentre outras informações. Para obter os dados de modo a gerar a variável dependente, conforme descrita no Quadro 1, fez-se a agregação dos dados por município, somando-se os valores individuais das operações.

As variáveis que refletem o comportamento bancário foram obtidas a partir de relatório compilado pelo Banco Central do Brasil, denominado ESTBAN, ver Quadro 1. As informações desse relatório estão organizadas por estado, município, instituição financeira. Os dados correspondentes aos diversos verbetes expressam uma conta ou conjunto de contas do ativo e passivo, conforme o COSIF⁶³. Foi necessário obter o valor médio anual dos

⁶³ COSIF, plano de contas padrão utilizado pelas instituições financeiras

respectivos verbetes, uma vez que os dados representam posição mensal de balanço, contendo, possivelmente alguma sazonalidade.

Os dados relativos aos empregos no setor financeiro foram obtidos da RAIS, posição em 31/12 de cada ano. Os dados apresentam a posição dos empregos por município, setor/subsetor de atividade conforme classificação do IBGE.

Os dados de exportação e importação municipal, obtidos no Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comércio, foram convertidos em reais, utilizando-se o dólar médio anual de compra e venda fornecido pelo Banco Central.

Os dados do PIB anual dos municípios estão disponíveis no sítio do IBGE/Contas Regionais.

Em relação à população, foram utilizados dados censitários e as estimativas populacionais, da população residente, obtidos, também, no sítio do IBGE.

O passo seguinte foi reunir esse conjunto de dados, em uma planilha excel única, organizando-os por estado, município e ano, de modo a obter as variáveis diretas e proxies. Em seguida, essa planilha foi importada a partir do programa stata 13. No Quadro 1, apresentamos as características de cada variável.

Quadro 1 – Caracterização das Variáveis Utilizadas

Variável	Significado	Cálculo	Fonte
<i>bndesmunbr</i>	Participação relativa dos financiamentos indiretos do BNDDES no município	Razão entre o valor dos financiamentos indiretos, contratados em um dado município, e o valor total dos financiamentos indiretos contratos no ano.	BNDDES – Central de Downloads (Operações contratadas na forma indireta automática)
<i>plb</i>	Proxy da preferência pela liquidez bancária	Razão entre os depósitos à vista e os empréstimos com recursos livres (valor médio no ano).	Banco Central do Brasil – ESTBAN, Estatística Bancária Mensal por município.
<i>cvprov</i>	Proxy da incerteza bancária	Coefficiente de variação das provisões – Razão entre o desvio padrão das provisões e seu valor médio anual	Banco Central do Brasil – ESTBAN, Estatística Bancária Mensal por município.

Continuação

Variável	Significado	Cálculo	Fonte
<i>empsf</i>	Empregos no setor financeiro do município	Total de empregos no município por mil habitantes	Ministério do Trabalho - CAGED/RAIS e IBGE – estatísticas/estimativas da população
<i>iprovcf</i>	Índice de provisão de crédito	Razão entre as provisões e o total da carteira de crédito com recursos livres (média anual)	Banco Central do Brasil – ESTBAN, Estatística Bancária Mensal por município.
<i>coaber</i>	Coefficiente de abertura	Razão entre a soma do valor das exportações e importações e o PIB	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio – Base de Dados do Comércio Exterior e IBGE – estatísticas/downloads/PIB municípios.
<i>lpibpc</i>	PIB per capita municipal	Razão entre o PIB e a população municipal (log base 10)	IBGE – estatísticas/downloads/PIB municípios e IBGE – estatísticas/estimativas da população
<i>lpop</i>	População residente por município	Dados censitários e para os anos intercensitários estimativas.	IBGE – estatísticas/estimativas da população.

6.5 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

As estatísticas descritivas das variáveis que compõem a equação (2) são apresentadas na Tabela 6. O número de observações varia em razão da não uniformidade das séries de dados de cada variável. A variável com menor número de informações disponíveis é o coeficiente de variação das provisões que, como salientamos anteriormente, resulta da limitação dos dados municipais sobre as provisões.

Os valores muito baixos de algumas variáveis refletem a forma da construção da mesma, conforme apresentado na seção anterior. Um exemplo é o valor médio da participação relativa dos financiamentos do BNDES no município. Nesse caso, além da variável ser um índice, há o efeito da grande concentração municipal dos financiamentos, como se pode observar pelo valor do desvio padrão que representa o sêxtuplo da média.

A distribuição regional dessa variável, para os anos extremos da série, elaborada a partir da base de dados, ilustra essa situação (Tabela 7). Em 2002, apenas dois por cento dos municípios brasileiros com maior participação no total dos financiamentos através de agentes, concentravam 48% do total. Tal distribuição resultava na concentração dos financiamentos nos Estados de São Paulo, Minas Gerais, Santa Catarina, Paraná e Rio de Janeiro. Já em 2012, dois por cento dos municípios com maior volume de financiamentos detinham 43% dos financiamentos dessa modalidade de operação, concentrando-se este percentual nos seguintes Estados, em ordem decrescente: São Paulo, Paraná, Minas Gerais e Santa Catarina e Rio Grande do Sul. Tais dados mostram também a ocorrência de uma pequena desconcentração em relação a 2002, tanto em favor da totalidade dos municípios atendidos, quanto dos que compõem esse subgrupo.

A variável com maior dispersão dos dados é a proxy da preferência pela liquidez cujo desvio padrão representa mais de 40 vezes a média.

Em 2002, conforme o cartograma⁶⁴ (Figura 2a), e considerando-se os dois primeiros quartis, há uma concentração dos índices dessa variável nas Regiões Sudeste e parte do Centro Oeste, enquanto para o último quartil e os *outliers* superiores, nos estados da Bahia e Minas Gerais.

Em 2012, ainda que se observe uma maior dispersão territorial dos dados dos dois primeiros quartis, esses continuam contendo uma maior proporção de municípios do Sul e do Sudeste. Por sua vez, observa-se alguma concentração dos *outliers* superiores nos estados da Bahia, Minas Gerais e Maranhão (Figura 2b).

Tabelas 6 - Principais Estatísticas Descritivas das Variáveis Utilizadas

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
bndesmunbr	34.267	0,0003	0,0017	0,0000	0,0894
plb	27.590	1,0751	44,6719	0,0000	7.385,6590
cvprov	17.097	0,2574	0,3883	0,0000	5,5933
empsf	34.195	1,6748	6,9301	0,0000	415,3087
iprover	27.603	0,0181	0,0372	0,0000	4,0705
coaber	34.193	0,0925	0,2964	0,0000	16,1475
pibpc	34.190	16.764,9300	26.293,9400	313,5960	1.443.368,0000
lpop	34.198	4,2428	0,5294	0,0000	7,0560

Fonte: elaboração própria a partir do banco de dados da pesquisa

Deve-se destacar que os Estados com maior número de municípios, com elevados índices de preferência pela liquidez bancária, em ambos os anos, estão nos Estados da Bahia e de Minas Gerais. Esses estados reúnem um grande número de municípios com baixos indicadores de desenvolvimento econômico-social, fatores que contribuem para a maior preferência pela liquidez bancária. O fato de outros Estados, com indicadores até piores, não aparecerem nas estatísticas se deve a pouca presença bancária ainda verificada em muitos municípios brasileiros.

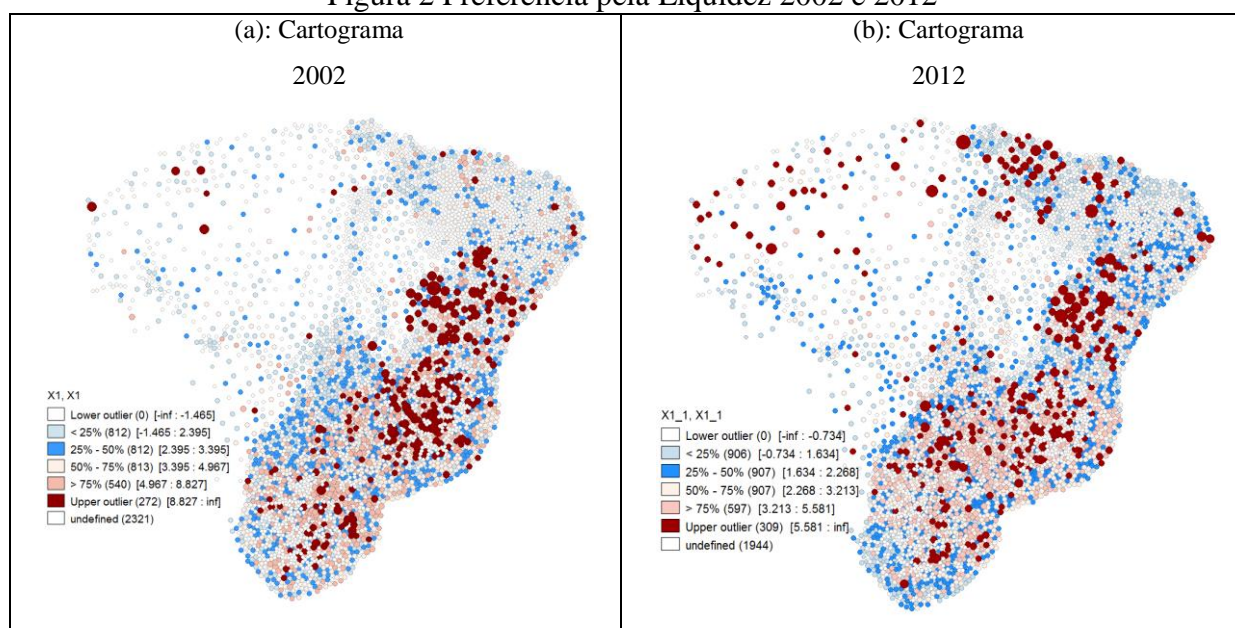
⁶⁴ Segundo Almeida (2012), o cartograma é uma forma de representar espacialmente um *Box Plot*, em que os *outliers* representam os valores limites, em cores que os diferenciam relativamente dos demais. Cada círculo representa um município e o tamanho do círculo expressa a magnitude do dado. Para ser considerado um *outlier* superior, uma observação precisa cair acima da fronteira superior do intervalo interquartil do *Box Plot* por um montante que seja, no mínimo, 1,5 vezes o valor da mediana do intervalo interquartil.

Tabela 7 - Participação dos Dois por Cento dos Municípios, com Maiores Participações no total dos financiamentos do BNDES através de Agentes, por Estado 2002 e 2012

Estado	2002		2012	
	% de Financiamentos	% de Municípios	% de Financiamentos	% de Município
São Paulo	16,59	0,62	13,74	0,52
Minas Gerais	5,49	0,25	4,45	0,19
Santa Catarina	4,74	0,31	3,24	0,22
Paraná	4,1	0,15	4,78	0,19
Rio de Janeiro	3,4	0,06	2,66	0,08
Bahia	2,6	0,06	2,15	0,08
Rio G Sul	2,45	0,12	2,79	0,14
Espírito Santo	1,89	0,12	-	-
Mato Grosso	1,54	0,09	-	-
Pernambuco	1,53	0,06	1,5	0,06
Ceará	-	-	1,3	0,06
Goiás	-	-	1,05	0,08
Outros	3,83	0,15	5,45	0,39
Total	48,16	2,00	43,11	2,02

Fonte: Elaboração própria a partir da base de dados

Figura 2 Preferência pela Liquidez 2002 e 2012



Fonte: Elaboração própria, com o uso dos dados do ESTBAN – Banco Central do Brasil.

O coeficiente de variação das provisões, dentre as variáveis utilizadas, é o que apresenta uma das menores relações entre o desvio padrão e a média, indicando uma distribuição mais simétrica desses dados.

Em 2002, 344 municípios apresentavam um coeficiente de variação das provisões superior à média que era de 0,377, concentrados nos Estados de Goiás, Paraná⁶⁵. Considerando-se a proporção de municípios do Estado com coeficiente de variação das provisões acima da média destacavam-se Amazonas, Goiás e Paraná (Figura 3a).

Embora, apenas dois municípios de Goiás e quatro do Paraná estejam entre os maiores produtores de milho e soja⁶⁶, a proximidade das demais localidades, dos grandes produtores, tende a contaminar suas atividades econômicas, devido à flutuação da demanda e dos respectivos preços que caracteriza as commodities, em geral.

Os Estados de São Paulo e Minas Gerais apresentavam o maior número de municípios nos dois primeiros quartis em 2002 (49,5 %). Quando se compara, entretanto, o número de municípios do estado, nesses dois quartis, em relação à totalidade de municípios do Estado destacam-se São Paulo (51,6%) e Rio de Janeiro (39,1%). O Ceará aparece em terceira posição em relação ao percentual de municípios do estado nesses dois primeiros quartis⁶⁷ (Figura 3a).

Em 2012 verifica-se uma maior dispersão dos dados, com os dois primeiros quartis somando o número maior de observações, assim com o último quartil, somado aos *outliers* superiores. Verifica-se também, uma pequena redução na média do coeficiente de variação.

Nesse último ano existiam 475 observações acima da média que era de 0,3459. Os Estados que reuniam maior número de observações eram Minas Gerais, Paraná e Goiás. Já os Estados que reuniam a maior proporção de seus municípios, com coeficiente de variação das provisões acima da média eram Rio de Janeiro, Goiás e Paraná. Considerando-se apenas os *outliers* superiores, destacavam-se os Estados da Bahia, Minas Gerais e Santa Catarina (Figura 3b).

São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul reuniam 51 % dos municípios dos dois primeiros quartis, o que confirma a dispersão dos dados nesses primeiros intervalos. São

⁶⁵ Informações obtidas a partir da base de dados e da distribuição espacial dos dados com o uso do GeoDa

⁶⁶ 50 municípios maiores produtores de soja e milho, obtidos em *Produção Agrícola Municipal (IBGE, 2003)*.

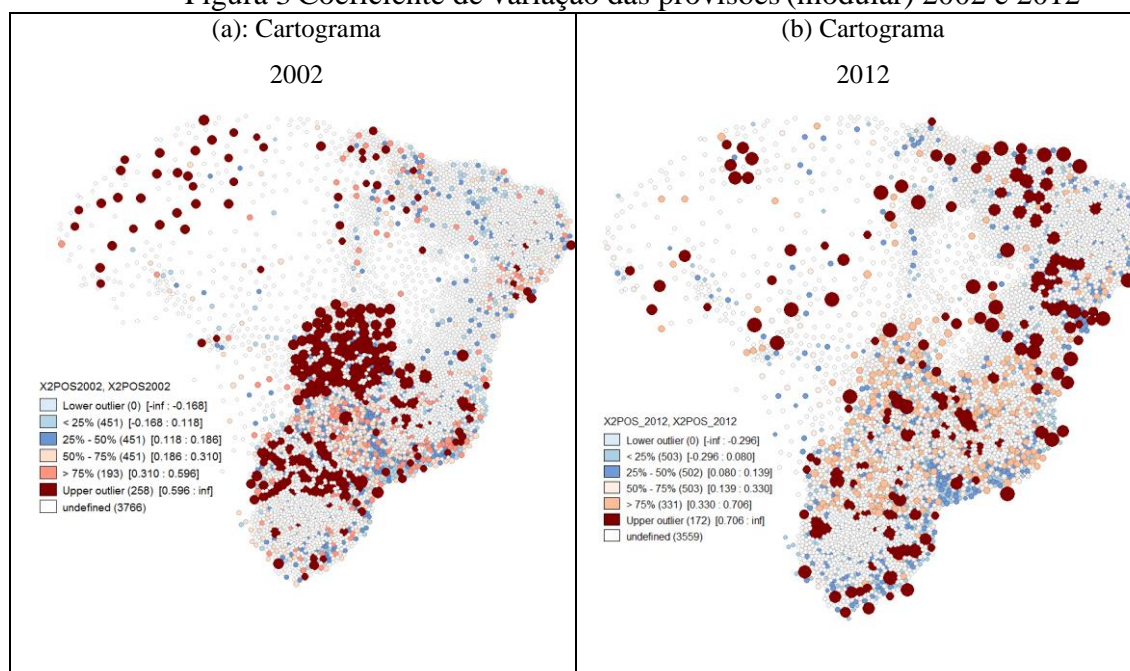
⁶⁷ A presença do Ceará nesse grupo se explica pela significativa participação do BNB no total dos créditos concedidos nesse estado (32%), e pelo fato desse banco contabilizar todo provisionamento das operações de crédito em sua sede em Fortaleza.

Paulo e Rio de Janeiro mantinham a liderança em relação à proporção de municípios nesses dois primeiros quartis, em relação ao total de seus municípios, com, respectivamente, 39 % e 54 %.

Uma possível explicação para a significativa presença de municípios dos Estados de Goiás e Paraná, dentre os maiores coeficientes de variação das provisões, em ambos os anos limites da série, seria o peso que tem o agronegócio na composição da renda municipal. Esse maior peso tende a tornar os negócios mais incertos devido à flutuação dos preços internacionais das commodities produzidas na região, afetando a renda, inclusive dos municípios vizinhos.

Foi realizado o teste de autocorrelação espacial das variáveis aqui analisadas, cuja estatística I de Moran apresentou baixa significância estatística, para todas as variáveis⁶⁸.

Figura 3 Coeficiente de variação das provisões (modular) 2002 e 2012



Fonte: Elaboração própria, com o uso dos dados do ESTBAN – Banco Central do Brasil.

⁶⁸ Segundo Almeida (2012), a estatística de I de Moran representa o coeficiente de autocorrelação espacial de uma dada variável, capaz de determinar em que grau de significância estatística o valor de um atributo na região *i* está correlacionado com o valor do mesmo atributo na região *j*.

6.6 RESULTADOS DAS ESTIMAÇÕES ECONOMÉTRICAS

A Tabela 8 apresenta os resultados das regressões. Na primeira coluna tem-se a estimação pelo método básico, cujas heterogeneidades não observadas em cada município foram identificadas a partir do teste de Hausman como de efeitos fixos (Apêndice D), conforme descrito na seção 6.1. Concentraremos a análise nos resultados da segunda coluna, visto que a introdução da dummy de tendência possibilitou uma maior consistência dos resultados. As variáveis que apresentam significância estatística no nível de cinco por cento são o coeficiente de variação das provisões e o log da população. Em nível de um por cento a dummy de tendência, já o log do PIB per capita apresentou significância de um décimo por cento.

A preferência pela liquidez dos bancos (*plb*), primeira variável explicativa do modelo, apresenta pouca significância estatística, em contraposição à maioria dos testes econométricos, que adotam a mesma perspectiva de análise aqui utilizada. Essa situação decorre da natureza dos financiamentos através de repasses em contraste com as operações de crédito cujos fundos são provenientes de depósitos, ou captação no mercado internacional.

No caso dos financiamentos por repasse, os encaixes adicionais só surgem depois de concluído todo o processo de análise e contratação da operação, conforme as normas definidas pelo BNDES. Portanto, seria ilógica a suposição de que a alocação dessas reservas adicionais, em ativos de maior liquidez visando proteção ante um cenário de incerteza, viesse restringir tal tipo de operação. Essa situação é bem diversa daquela envolvendo fundos captados na forma de depósitos, sobretudo os à vista.

Os depósitos à vista de há muito conquistaram grande aceitação junto ao público, representando a expressiva proporção dos meios de pagamento e permitindo aos bancos uma forma barata de captação. Por essa razão, tais depósitos são o principal meio de obtenção de ganhos por meio da composição de carteira, a partir de uma diversidade de ativos. Porém, em um mundo de incerteza os bancos enfrentam o permanente dilema entre oportunidade de grandes retornos e de perdas consideráveis, realçando a importância do ativo de máxima liquidez: a moeda. Assim à medida que os ciclos dos negócios se tornam voláteis, a busca de ativos assemelhados à moeda, portanto, de elevada liquidez, e baixo risco, tende a provocar a

contração do crédito, que são sustentados, em geral, em garantias voláteis, o que altera a razão depósitos crédito.

Pode-se concluir, por toda essa argumentação, que a preferência pela liquidez não afeta o volume de financiamentos com recursos do BNDES. É possível até que, apesar de só valer no agregado, esses financiamentos ao elevarem os depósitos, tenham alguma influência no multiplicador, pois, dependendo do tamanho do banco, os recursos circularão entre as diversas contas de depósitos, a partir das várias transações geradas pelos financiamentos. Mesmo no caso do FINAME que representa a maior proporção em valor das operações indiretas, um banco de grande dimensão provavelmente reterá esses recursos, contando com uma liquidez adicional. Como aventamos no Capítulo 5, os financiamentos por repasses podem, além do mais, funcionar como uma alternativa atraente de captação, em relação aos depósitos, em dadas circunstâncias.

O coeficiente de variação das provisões, que representa nossa medida de incerteza, apresentou significância estatística no nível de cinco por cento e o sinal negativo, conforme esperávamos (Tabela 8, coluna 2).

Ainda que os bancos trabalhem com modelos sofisticados de avaliação de risco, de modo a classificar uma dada operação, quando da sua concessão, e assim provisioná-la, há uma dose de subjetividade na definição dos parâmetros do modelo. Contribuem ainda para a determinação da magnitude das provisões alguns fatores ambientais, entre eles, a percepção dos gestores bancários quanto à tendência do comportamento futuro dos negócios locais.

O resultado com relação às implicações da incerteza sobre a disponibilidade local de financiamento vai ao encontro daqueles obtidos em trabalho sobre os determinantes regionais da disponibilidade crédito nas regiões brasileiras, (CROCCO “e outros”, 2014). Nesse trabalho, com o uso de determinado procedimento econométrico, em relação ao comportamento do PIB, os autores demonstram que em regiões com maiores flutuações nos ciclos dos negócios, a disponibilidade de crédito tende a ser menor.

Em outro trabalho que utiliza, como variável proxy para captar a incerteza, a magnitude das provisões, os resultados apontaram que, para a região Sudeste, o aumento da taxa de juros

básica provoca, inicialmente, um pequeno aumento das provisões, em resposta ao aumento da taxa básica de juros, que, após consistente declínio se estabiliza no sétimo mês. No caso da região Nordeste e Centro-Oeste, o efeito da política monetária sobre as provisões se manifesta de forma defasada, ocorrendo uma estabilização, em patamar mais elevado de provisão, apenas após o décimo terceiro mês (DUTRA, 2017).

Consideramos que o sentimento do gerente da agência que concede o crédito é fundamental na classificação da operação e, portanto, no valor a provisionar, e mais, esse sentimento é bastante volátil, em razão das informações imprecisas e de sua difícil parametrização, principalmente em relação ao ambiente de negócios local. A conclusão é que, quanto menor o município, o mutuário e o projeto, a classificação da operação torna-se mais imprecisa e mais volátil, fazendo com que a provisão de crédito também o seja. Admitindo-se que o comportamento das provisões seja um bom indicador sobre o risco da carteira, sua flutuação sinalizaria a possibilidade de ampliação desse risco potencial, caso um novo financiamento fosse concedido.

Acreditamos que, a despeito da administração central reconhecer a fragilidade das estimativas das provisões locais, essas são as únicas informações disponíveis, capazes de orientar as decisões sobre a gestão das carteiras de crédito locais.

Como seria esperado, dentre as variáveis estruturais, a renda per capita apresentou a melhor significância estatística. Este resultado é compatível com os supostos teóricos adotado. Conforme vimos, argumentando as variáveis estruturais, juntamente com algumas comportamentais, são fundamentais para a determinação dos financiamentos municipais. Vale destacar que o uso da renda per capita indica a possibilidade, não apenas de a magnitude do PIB afetar a proporção de financiamentos no município, mas também, a intensidade da geração de renda do município, ou seja, uma maior agregação de valor por habitante.

A variável de tendência com sinal negativo e significância estatística, em nível de um por cento, aponta que há um elemento, ao longo do tempo, que irá provocar uma redução dos financiamentos, independentemente das demais variáveis, para todos os municípios. Como afirmamos, ao definirmos as variáveis, esse elemento resulta da crise financeira internacional que repercute no comportamento do crédito de uma forma geral, a partir de 2009. As

estimativas da equação inicial com uma dummy de tempo para cada ano da série confirmam os resultados comentados, em relação a dummy de tendência. A partir de 2009, os valores passam a ser estatisticamente significativos (Apêndice B).

Tabela 8 – Resultados da Regressão Padrão com Inclusão da Dummy de Tendência e da Dummy Regional Multiplicativa e sua Interação com a variável de Incerteza

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr
Pib	0.0000556** (3.09)	0.0000270 (1.29)	0.0000314 (1.49)	0.0000323 (1.53)	0.0000313 (1.49)	0.0000324 (1.53)	0.0000314 (1.48)
Cvprov	-0.0000225* (-2.09)	-0.0000243* (-2.30)	-0.0000234* (-2.19)	-0.0000306** (-2.76)	-0.0000207 (-1.78)	-0.0000167 (-1.27)	-0.0000235* (-2.03)
Empsf	-0.00000119 (-0.69)	-0.000000650 (-0.38)	-0.000000556 (-0.32)	-0.000000544 (-0.32)	-0.000000555 (-0.32)	-0.000000546 (-0.32)	-0.000000556 (-0.32)
Iprover	0.0000868 (0.88)	0.0000576 (0.62)	0.0000357 (0.33)	0.0000407 (0.45)	0.0000352 (0.39)	0.0000329 (0.36)	0.0000366 (0.40)
Coaber	0.0000671 (1.52)	0.0000598 (1.37)	0.0000613 (1.36)	0.0000609 (1.35)	0.0000613 (1.36)	0.0000612 (1.35)	0.0000613 (1.36)
Lpibpc	0.000104*** (3.90)	0.000192*** (5.32)	0.000183*** (5.14)	0.000183*** (5.14)	0.000183*** (5.12)	0.000184*** (5.14)	0.000183*** (5.13)
Lpop	0.0000688 (0.42)	0.000356* (2.52)	0.000345* (2.48)	0.000347* (2.50)	0.000345* (2.48)	0.000348* (2.51)	0.000345* (2.48)
Trend		-0.00000985** (-2.98)	-0.00000988** (-3.00)	-0.00000991** (-3.01)	-0.00000987** (-2.99)	-0.00000989** (-3.00)	-0.00000988** (-2.99)
regNcvprov			0.00000139 (0.03)				
regNEcvprov				0.0000513 (1.38)			
regSEcvprov					-0.00000733 (-0.35)		
regScvprov						-0.0000202 (-1.16)	
regCOcvprov							0.000000905 (0.03)
_cons	-0.0000765 (-0.86)	-0.00284*** (-3.41)	-0.00243** (-2.96)	-0.00245** (-2.98)	-0.00243** (-2.96)	-0.00245** (-2.99)	-0.00243** (-2.95)
N	17095	17095	17095	17095	17095	17095	17095

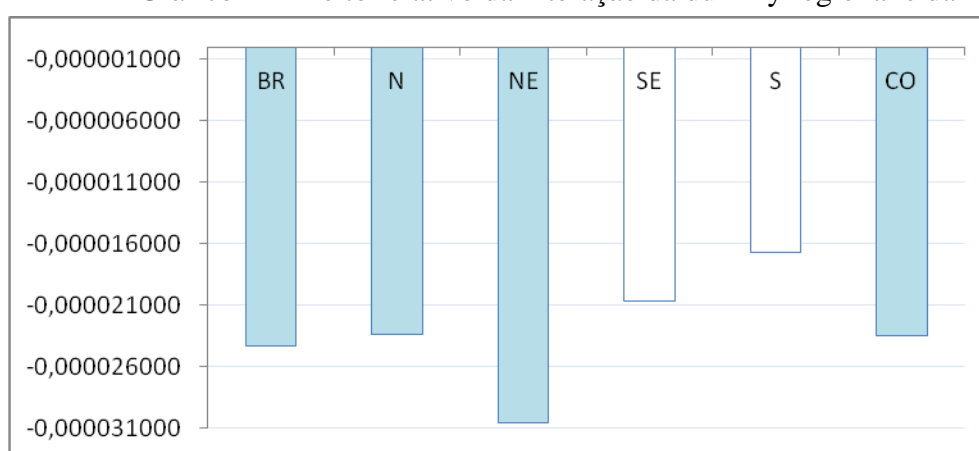
t statistics in parentheses

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Ao introduzirmos a análise de estática comparada, com a construção de dummies para as macrorregiões Tabela 8 (colunas 3 a 7), interagindo multiplicativamente com a incerteza e adicionada aos parâmetros da variável proxy da incerteza regional, esta passa a ser estatisticamente significativa para as Regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, indicando, possivelmente, fatores, como qualidade das informações empresariais, dentre outros, que

podem elevar a sua importância. Apesar de a interação da dummy regional com a incerteza não ter significância para nenhuma região, isoladamente, ao somá-la aos parâmetros da variável incerteza regional, o coeficiente gerado se torna relativamente mais importante para o Nordeste. O valor da adição dos efeitos, não só é superior ao das regiões destacadas, como o é em relação ao Brasil, conforme se pode visualizar no Gráfico 2, ou seja, para uma região com as características do Nordeste, a incerteza é um elemento mais relevante na decisão do financiamento que em outras regiões.

Gráfico 2 – Efeito relativo da interação da dummy regional e da incerteza



Fonte: Elaboração própria

A introdução da dummy regional e sua interação multiplicativa, com o PIB per capita, Tabela 9 (colunas 3 a 7), apresenta significância estatística para o Sudeste, com o sinal negativo, indicando uma situação em que regionalmente esta variável isoladamente conta nos financiamentos. Considerando-se a soma do efeito combinado das demais variáveis e o efeito isolado da interação, o Nordeste e o Centro-Oeste se destacam. A interação da dummy regional com o PIB per capita dessas regiões apresentam o maior valor, comparativamente às demais regiões, Gráfico 3. Isso significa que a importância do PIB per capita na definição dos financiamentos no Nordeste e Centro-Oeste, praticamente, explicam seu valor para o país.

Pode-se extrair duas conclusões gerais desses testes. A primeira é que, na maioria das simulações, a incerteza é relevante e torna-se fator de discriminação dos financiamentos regionais, ao se introduzir uma dummy regional, em interação com essa variável, tornando o Nordeste destacado em significância estatística. A Segunda é que a variável estrutural, PIB per capita, como não poderia deixar de ser, é relevante em todas as simulações e mais, o efeito

combinado da dummy regional com o log do PIB per capita é relativamente mais discriminatório para o Nordeste e o Centro-Oeste que para outras regiões (Gráfico 3).

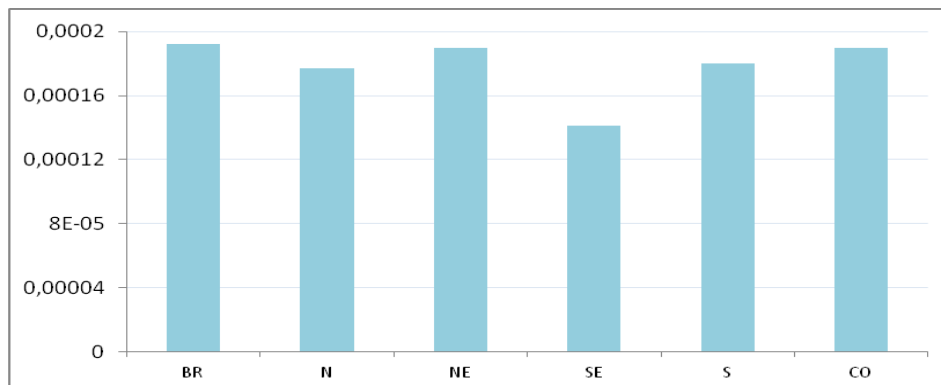
Tabela 9 - Resultados da Regressão Padrão, com a Inclusão da dummy de Tendência e da Dummy Regional Multiplicativa e sua Interação com o Log do PIB Per Capita

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	Bndesmunbr
Pib	0.0000556** (3.09)	0.0000270 (1.29)	0.0000273 (1.30)	0.0000271 (1.30)	0.0000282 (1.34)	0.0000279 (1.33)	0.0000267 (1.27)
Cvprov	-0.0000225* (-2.09)	-0.0000243* (-2.30)	-0.0000233* (-2.21)	-0.0000244* (-2.31)	-0.0000230* (-2.14)	-0.0000239* (-2.25)	-0.0000239* (-2.24)
empsf	-0.00000119 (-0.69)	-0.000000650 (-0.38)	-0.000000624 (-0.37)	-0.000000701 (-0.39)	-0.00000102 (-0.58)	-0.000000594 (-0.35)	-0.000000644 (-0.38)
iprovc	0.0000868 (0.88)	0.0000576 (0.62)	0.0000668 (0.72)	0.0000578 (0.62)	0.0000545 (0.59)	0.0000551 (0.59)	0.0000566 (0.61)
coaber	0.0000671 (1.52)	0.0000598 (1.37)	0.0000611 (1.40)	0.0000598 (1.37)	0.0000593 (1.36)	0.0000604 (1.38)	0.0000593 (1.36)
lpibpc	0.000104*** (3.90)	0.000192*** (5.32)	0.000177*** (5.39)	0.000190*** (5.09)	0.000261*** (4.62)	0.000180*** (4.78)	0.000190*** (5.16)
lpop	0.0000688 (0.42)	0.000356* (2.52)	0.000326* (2.44)	0.000370* (2.21)	0.000442** (2.75)	0.000344* (2.41)	0.000353* (2.47)
trend		-0.00000985** (-2.98)	-0.00000971** (-2.96)	-0.00000990** (-2.93)	-0.0000106** (-3.10)	-0.0000100** (-3.04)	-0.00000985** (-2.98)
regNlpibpc			0.000456 (1.58)				
regNElpibpc				0.0000126 (0.19)			
regSElpibpc					-0.000120* (-1.97)		
regSlpibpc						0.0000773 (1.12)	
regCOLpibpc							0.0000279 (0.32)
_cons	-0.000765 (-0.86)	-0.00284*** (-3.41)	-0.00270*** (-3.49)	-0.00289** (-3.16)	-0.00332*** (-3.56)	-0.00286*** (-3.46)	-0.00282*** (-3.37)
N	17095	17095	17095	17095	17095	17095	17095

t statistics in parentheses

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Gráfico 3 - Efeito relativo da interação da dummy regional e do log do PIB per capita



Fonte: Elaboração própria

Ao fazermos uma estimação em painel dinâmico (Tabelas 10 e 11, coluna 2), a variável dependente defasada apresenta significância a um décimo por cento e, praticamente, anula as demais variáveis. É a confirmação do que comentamos anteriormente, ou seja, da grande importância que tem o volume de financiamentos passados, na determinação da oferta de financiamentos presente dos agentes repassadores. Possivelmente, pesa, também, uma decisão empresarial consistente quanto à realização de investimentos, ao longo do tempo que também estaria associada à menor volatilidade dos ciclos dos negócios regionais, conforme assinala a literatura sobre disponibilidade regional de crédito.

Deve-se registrar, ainda, que a estimação dinâmica, com a introdução da variação regional, tanto da variável proxy da incerteza, quanto do PIB per capita (tabelas 10 e 11, colunas 3 a 7), resulta em uma significância estatística da preferência pela liquidez. Esse resultado indicaria o surgimento de uma relação entre o financiamento e a preferência pela liquidez, após a introdução do financiamento defasado como variável explicativa, salientando-se que o sinal positivo da relação indicaria a importância do financiamento passado na geração de liquidez no presente, sem que essa disponibilidade adicional de reserva represente crédito adicional.

Tabela 10 Estimação em painel dinâmico com variação Regional no CVPROV

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr
L.bndesmunbr	0.274*** (28.78)	0.275*** (28.88)	0.277*** (29.04)	0.277*** (29.03)	0.277*** (29.03)	0.277*** (29.06)	0.277*** (29.05)
pl2	7.29e-08 (0.66)	6.54e-08 (1.57)	0.0000486* (2.33)	0.0000486* (2.33)	0.0000477* (2.30)	0.0000479* (2.27)	0.0000483* (2.33)
cvprov	-0.00000272 (-1.12)	-0.00000302 (-0.76)	-0.0000199 (-1.90)	-0.0000202 (-1.83)	-0.0000112 (-0.86)	-0.0000195 (-1.63)	-0.0000198 (-1.86)
empfin	0.000000487 (0.58)	0.000000636 (0.60)	0.000000590 (0.53)	0.000000598 (0.54)	0.000000595 (0.54)	0.000000591 (0.53)	0.000000593 (0.54)
provcred	-0.0000197 (-0.22)	-0.0000202 (-0.24)	-0.000122 (-0.76)	-0.000122 (-0.77)	-0.000120 (-0.75)	-0.000124 (-0.78)	-0.000123 (-0.77)
Cab	0.0000487 (1.11)	0.0000500 (1.16)	0.0000552 (1.18)	0.0000552 (1.18)	0.0000552 (1.17)	0.0000552 (1.17)	0.0000552 (1.18)
lpibpc	0.0000541* (2.45)	0.0000652* (2.57)	0.0000769* (2.38)	0.0000769* (2.38)	0.0000767* (2.38)	0.0000766* (2.37)	0.0000768* (2.38)
lpop	0.0000846 (1.10)	0.000131 (1.32)	0.000153 (1.31)	0.000154 (1.32)	0.000153 (1.31)	0.000152 (1.30)	0.000153 (1.31)
trend		-0.00000320 (-1.89)	0.00000108 (0.41)	0.00000104 (0.39)	0.00000102 (0.38)	0.00000101 (0.38)	0.00000105 (0.39)
regNcvprov			0.0000390 (1.13)				
regNEcvprov				0.00000961 (0.35)			
regSEcvprov					-0.0000189 (-0.95)		
regScvprov						0.00000324 (0.15)	
regCOcvprov							0.0000131 (0.37)
_cons	-0.000670 (-1.39)	-0.000947 (-1.59)	-0.00118 (-1.59)	-0.00118 (-1.60)	-0.00118 (-1.59)	-0.00117 (-1.58)	-0.00118 (-1.59)
N	16524	16524	14076	14076	14076	14076	14076

t statistics in parentheses. * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Tabela 11 Estimação em painel dinâmico com variação Regional no PIB

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr
L.bndesmunbr	0.274*** (28.78)	0.275*** (28.88)	0.277*** (29.05)	0.277*** (29.04)	0.277*** (28.95)	0.276*** (28.90)	0.277*** (29.02)
pl2	7.29e-08 (0.66)	6.54e-08 (1.57)	0.0000488* (2.36)	0.0000482* (2.32)	0.0000480* (2.31)	0.0000490* (2.37)	0.0000475* (2.29)
cvprov	-0.00000272 (-1.12)	-0.00000302 (-0.76)	-0.0000183 (-1.79)	-0.0000185 (-1.81)	-0.0000186 (-1.83)	-0.0000183 (-1.79)	-0.0000182 (-1.79)
empfin	0.000000487 (0.58)	0.000000636 (0.60)	0.000000617 (0.56)	0.000000647 (0.60)	0.000000554 (0.49)	0.000000568 (0.51)	0.000000645 (0.58)
provcred	-0.0000197 (-0.22)	-0.0000202 (-0.24)	-0.000124 (-0.78)	-0.000123 (-0.77)	-0.000125 (-0.78)	-0.000125 (-0.78)	-0.000123 (-0.77)
cab	0.0000487 (1.11)	0.0000500 (1.16)	0.0000559 (1.19)	0.0000553 (1.17)	0.0000553 (1.18)	0.0000553 (1.19)	0.0000536 (1.14)
lpibpc	0.0000541* (2.45)	0.0000652* (2.57)	0.0000711* (2.27)	0.0000781* (2.33)	0.0000868 (1.76)	0.0000881* (2.52)	0.0000644 (1.93)
lpop	0.0000846 (1.10)	0.000131 (1.32)	0.000145 (1.25)	0.000127 (0.70)	0.000166 (1.11)	0.000172 (1.52)	0.000133 (1.13)
trend		-0.00000320 (-1.89)	0.00000108 (0.41)	0.00000118 (0.44)	0.000000875 (0.32)	0.00000108 (0.41)	0.00000113 (0.43)
regNlpibpc			0.000167 (0.67)				
regNElpibpc				-0.0000178 (-0.25)			
regSElpibpc					-0.0000161 (-0.26)		
regSlpibpc						-0.0000571 (-0.94)	
regCOLpibpc							0.000135 (1.46)
_cons	-0.000670 (-1.39)	-0.000947 (-1.59)	-0.00114 (-1.55)	-0.00105 (-1.08)	-0.00126 (-1.42)	-0.00122 (-1.68)	-0.00108 (-1.45)
<i>N</i>	16524	16524	14076	14076	14076	14076	14076

t statistics in parentheses

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

7 CONCLUSÕES

Ao longo dos cinco capítulos anteriores, desenvolvemos um arcabouço teórico, fundado na perspectiva analítica pós-keynesiana, e construímos variáveis, visando à realização de testes econométricos com o uso desse referencial.

A primeira questão a destacar, nas concepções inspirados em Keynes, é a importância do crédito bancário em todo o processo de produção e geração de renda nas sociedades contemporâneas, e a forma como este é criado pelos bancos, o que possibilita a expansão do poder de realização de pagamentos pelos agentes, tornando a determinação do volume de moeda parte do processo econômico.

À medida que se estabelece tal causalidade entre moeda e crédito, em um ambiente econômico, em que as decisões dos agentes são, fortemente influenciadas por expectativas em relação ao comportamento de variáveis relevantes às decisões, as quais se modificam a cada nova informação, a preferência pela liquidez surge como elemento determinante na disponibilidade de crédito e na velocidade de circulação da moeda.

Dito de outra forma, a incerteza surge como uma categoria de análise relevante na conduta dos agentes, na medida em que impõe a necessidade de escolha entre distintas formas de composição da riqueza, de modo a preservar seu valor futuro. Assim, a preferência pela liquidez, neste ambiente de incerteza, tende a ser a melhor escolha, representada pela resistência do indivíduo em abrir mão da moeda. Essa incerteza diz respeito ao preço dos diversos ativos que compõem a riqueza e seu comportamento em relação a uma dada expectativa de preço, podendo provocar uma fuga para a moeda com efeitos correlatos na taxa de juros.

Do exposto anteriormente, em associação ao poder dos bancos em determinar a oferta de crédito têm-se as razões para a inversão do circuito poupança investimento, conforme defendem os pós-keynesianos.

Apesar de muito óbvio é importante afirmar que toda a análise regional da moeda e do crédito espelha as distintas teorias da moeda e da firma bancária. Mesmo as análises que negam qualquer diferença regional na oferta monetária e de crédito partem de uma dada concepção sobre essas categorias de análise, resultando na irrelevância do espaço na análise econômica.

No seio do pensamento *mainstream*, ainda é forte a suposição da irrelevância da moeda nos estudos regionais, com base em três argumentos, conforme Rodríguez-Fuentes (2006). Primeiramente, se a moeda é neutra na análise macroeconômica, também o será em uma análise regional. Um segundo argumento refere-se ao fato de os estados subnacionais não possuírem ferramentas de política monetária, que são do domínio nacional. Terceiro, ainda que as regiões praticassem política monetária, sua excessiva abertura e a plena mobilidade de capitais inter-regional tornaria pouco relevante a prática de política monetária regional, já que a moeda torna-se endógena regionalmente.

Outros autores que se utilizam de elementos da teoria da dependência questionam a plena mobilidade dos fluxos de capital, a exemplo de Dow (1982), por entenderem que essa diferença na oferta de crédito não seria apenas o resultado da maior demanda de crédito, em razão das maiores oportunidades de investimento. Essa diferença de demanda seria também o resultado do papel desempenhado pela economia subdesenvolvida, em um esquema de centro e periferia, em que os investimentos são orientados, preponderantemente, para gerar um excedente aos capitais do centro. Em razão de tal relação, os investimentos orientados a partir do centro tendem a ter preferência na concessão de crédito, em relação aos investimentos orientados pela demanda local.

Outras análises assumem que fatores institucionais e comportamentais são capazes de diferenciar o crédito regionalmente, além da já mencionada preferência pela liquidez. Dentre esses tem-se a assimetria da informação, estrutura organizacional do sistema bancário e seu estágio de desenvolvimento.

A maior preferência pela liquidez em regiões de menor desenvolvimento socioeconômico pode estar relacionada à menor variedade de ativos físicos e financeiros locais e, conseqüentemente, ao volume e qualidade de informações sobre os mesmos, refletindo o estágio de desenvolvimento institucional do setor financeiro. Isso, necessariamente, se

refletirá na taxa de investimento, com efeitos sobre a demanda e oferta de crédito. A consequência sobre a oferta de crédito se deve ao fato dos bancos também serem demandantes de ativos financeiros, como consequência do recebimento de depósitos.

Um ponto importante na discussão da análise regional da moeda e do crédito, citando Dow e Fuentes (1997), é que eles não afirmam que haja um decréscimo no longo prazo da participação das regiões periféricas no crédito, mas sim um comportamento relativamente mais instável, gerando efeitos negativos no ciclo dos negócios regionais.

Existe uma interdependência entre o comportamento dos credores e dos tomadores de crédito cujo fator determinante é a preferência pela liquidez. Esta, ao possuir uma origem comum, faz com que esses agentes se movam na mesma direção, ante a manifestação dos fatores determinantes da preferência pela liquidez, amplificando os movimentos de contração e expansão do crédito, ao longo do ciclo econômico. Isso torna a disponibilidade de crédito mais instável nas regiões periféricas que nas regiões centrais, pelas razões já mencionadas. Este problema, portanto, diferencia as regiões periféricas das centrais e não um persistente declínio na disponibilidade de crédito das primeiras, em relação às segundas.

Conforme declaramos inicialmente nossa pesquisa resultou do interesse em verificar a existência de fatores regionais na determinação da disponibilidade de financiamentos do BNDES, através de agentes financeiros. Foi destacado também a especificidade dos financiamentos via repasses, em comparação com as demais modalidades de crédito, apoiadas em captações no mercado.

O tema tem importância devido ao peso desse banco de fomento no financiamento do investimento físico no país, por mais de 60 anos, e pelo expressivo papel do sistema bancário na difusão desses financiamentos pelo território nacional. Essas operações através de agentes estiveram sempre acima dos 40% do total de financiamentos do BNDES, em todos os anos da série.

Considerando a importância dos bancos nos financiamentos do BNDES, e que estes atuam como empresas que desenvolvem estratégias de negócios, nas decisões de concessão de crédito, não se pode desconsiderar sua capacidade de interferência na oferta regional do

mesmo. A ocorrência dessa situação tende a limitar o potencial de desenvolvimento local, conforme o grau de percepção da incerteza, quanto ao comportamento futuro dos fundamentos regionais.

A solidariedade entre os bancos e o BNDES fica evidente na crescente participação das obrigações por repasses dessa Agência, no total das obrigações por repasses dos bancos, para a maioria dos anos da série 2002-2012. É possível que esse comportamento reflita uma substituição de captações de depósitos no mercado interno e captações no mercado internacional, por reservas obtidas através de repasses do BNDES, em determinadas etapas do ciclo dos negócios.

Os testes confirmaram a existência de uma associação de fatores estruturais e comportamentais na determinação regional dos financiamentos desse banco de fomento.

Diferentemente dos resultados empíricos apresentados na literatura, quanto ao poder explicativo da preferência pela liquidez na disponibilidade de crédito, os testes pelo método básico que realizamos apontaram que essa variável proxy não tem significância estatística na explicação dos financiamentos do BNDES. Como já afirmamos essa situação decorre da própria natureza dos financiamentos através de repasses desse banco.

No caso dos financiamentos por repasses, essa opção de retenção de reservas líquidas, como expressão da preferência pela liquidez, não está colocada, pois os depósitos e a consequente ampliação da liquidez só acontecerão à medida que a demanda por financiamento se efetive em um contrato e gere desembolsos por parte do BNDES. Portanto, não faz sentido se falar em uma antecipação a qualquer possível perda de depósitos, mantendo a carteira em ativos de alta liquidez, uma vez que os depósitos ainda inexistem.

É possível até, apesar de só valer no agregado, que esses financiamentos, ao elevarem os depósitos, tenham alguma influência no multiplicador, pois, dependendo do tamanho do banco, os recursos circularão entre as diversas contas de depósitos, a partir das várias transações geradas pelos financiamentos. Mesmo no caso do FINAME, que representa a maior proporção em valor das operações indiretas, um banco de grande dimensão provavelmente conseguirá reter esses recursos, contando com uma liquidez adicional. Como

aventamos no Capítulo 5, os financiamentos por repasses podem, além do mais, funcionar como uma alternativa atraente de captação, em relação aos depósitos e às captações externas, em dadas circunstâncias.

A preferência pela liquidez apresentou significância estatística ao realizarmos a estimação em painel dinâmico, em que a variável dependente, financiamento municipal do BNDES, passa a ser uma variável explicativa, com a defasagem de um ano. Além dela se tornar relevante, ela influenciou o resultado da variável proxy, preferência pela liquidez, que passa a apresentar significância estatística com um sinal positivo. Isso indicaria que há uma possível causalidade entre o financiamento anterior de BNDES e a geração de liquidez ao sistema bancário, sem que essa, necessariamente, eleve a concessão de novos créditos.

O coeficiente de variação das provisões, que representa nossa medida de incerteza, apresentou significância estatística no nível de cinco por cento, e o sinal negativo, conforme esperávamos, na maioria das estimações. A tendência é que, quanto menor o município, o mutuário e o projeto, a classificação da operação torna-se mais imprecisa e mais volátil, fazendo com que a provisão de crédito também o seja. Admitindo-se que o comportamento das provisões seja um bom indicador do potencial de risco da carteira, sua volatilidade sinalizaria a possibilidade de ampliação desse risco potencial, caso um novo crédito seja concedido.

No modelo de estática comparada, com o uso de dummies para as macrorregiões, visando isolar os diferenciais de variação regional dos efeitos da incerteza, a variável proxy da incerteza apresentou significância para os municípios das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, verificando-se o maior coeficiente para os municípios do Nordeste.

Esses resultados indicam, possivelmente, que fatores como qualidade das informações empresariais, títulos protestados, concordatas e falências, relativamente ao número de firmas locais resultariam em uma maior importância da incerteza, tanto nas decisões empresarias de realização de um novo investimento, quanto do sistema bancário em conceder financiamento, sobretudo em municípios do Nordeste e do Centro-Oeste.

Esses resultados são compatíveis com aqueles obtidos em vários trabalhos que testam a importância da incerteza na diferenciação da disponibilidade regional de crédito, conforme citamos no capítulo anterior, independentemente da variável proxy utilizada para avaliar os efeitos da incerteza, regionalmente.

Pode-se extrair duas conclusões gerais dos testes realizados. A primeira é que, na maioria das simulações, a incerteza é relevante e torna-se fator de discriminação dos financiamentos regionais ao se introduzir uma dummy regional, em interação com essa variável, com destaque para o Nordeste.

A segunda é que a variável estrutural, log do PIB per capita, como não poderia deixar de ser, é relevante em todas as simulações e mais, o efeito combinado da dummy regional com o log do PIB per capita é, relativamente, mais discriminatório para os municípios do Nordeste e o Centro-Oeste que outras regiões.

Retornando à nossa hipótese, pode-se afirmar que há outros fatores que diferenciam a oferta regional de financiamentos, além do volume local de investimentos, associado ao tamanho da economia municipal. Dentre os fatores testados, destacaram-se a incerteza e a intensidade de agregação de valor, salientando-se sua maior relevância para os municípios do Nordeste e Centro-Oeste.

Acreditamos que esses resultados estão fortemente relacionados à importância assumida pelo sistema bancário nacional na concessão desses financiamentos.

Esses bancos, embora de dimensão nacional, possuem, em sua grande maioria, sedes em São Paulo, estabelecendo suas estratégias de negócios, fortemente influenciados pela realidade socioeconômica desse Estado. Outro aspecto é que, na condição de bancos universais, eles tendem a contemplar áreas de negócios que melhor contribuam para a formação de seus lucros, em detrimento dos financiamentos através de repasses do BNDES. Essa realidade, possivelmente, subordina os financiamentos regionais desse banco estatal de fomento, à estratégia global de negócios do sistema bancário, resultando em que, embora a existência de demanda local faça parte dos elementos decisórios, não seja o fator determinante.

Essas considerações remetem à concepção de Studart (1995-96) com relação à eficiência econômica do sistema bancário para o desenvolvimento. Segundo o autor, esse sistema é eficiente à medida que oferece crédito em quantidade e custo compatível com a rentabilidade média dos negócios, contribui para o desenvolvimento de instrumentos de transformação de finance em funding, ao tempo em que dispõe de solvência capaz de evitar riscos sistêmicos.

Apesar da pequena participação dos bancos locais, das Agências de Fomento Estaduais, dos Bancos de Desenvolvimento Estaduais e Regionais e das Cooperativas de Crédito locais, nos financiamentos por repasses do BNDES, uma pesquisa de interesse social seria a verificação da existência de um comportamento regionalmente diferenciado com relação aos efeitos da incerteza e da intensidade da agregação de valor local na disponibilidade desses repasses.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, Dante Mendes; MILANEZ, Daniel Yabe. Finança comportamental e a hipótese dos mercados eficientes. **Econ. Contemp.**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1, p. 41-72, jan. - abr. 2005.
- ALDRIGHI, Dante Mendes. Uma avaliação das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros. **Rev. Econ. Polit.**, São Paulo, v. 26, n.1, jan./mar. 2006. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572006000100008. Acesso em: 20 maio 2018.
- AMADEO, J. Edward; DUTT, Amitava. K. Os keynesianos, neo-ricardianos e os pós-keynesianos. *In*: AMADEO, J. Edward; DUTT, Amitava. K. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro: IPEA, dez. 1987. p.561-604.
- AMADO, Adriana M. Moeda, financiamento, sistema financeiro e trajetória de desenvolvimento regional desigual: a perspectiva pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, S. Paulo, v. 18, n. 1, p. 76-89, jan.- mar.1998.
- AMITRANO, Cláudio Roberto. O tratado sobre a moeda e a teoria geral de Keynes: continuidades e rupturas. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 33, 2005, Natal. [Anais...] Rio de Janeiro: ANPEC, 2005. Disponível em: [org/repec:anp:en2005](http://www.anpec.org.br/encontro_nacional/2005/). Acesso em 20 mar.2018.
- ARAUJO, V. Leonardo de *et al.* **Padrão de atuação das instituições financeiras de desenvolvimento brasileiras: balanços e perspectivas**. Brasília: IPEA/ABDE, 2010. 114 p. (Relatório de pesquisa).
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, Wiley-Blackwell, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- ARIDA, Pérsio. Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica. *In*: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz C. (org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANDIB, 2007. p. 205-214.
- AZEVEDO, Elisabeth; GORAYEB, José. **BNDES: 50 anos de desenvolvimento**. São Paulo: DBA Artes Gráficas, 2002.
- BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos. **Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 27-60, jan.- abr. 2010.
- BALTAGI, Badi. *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons, 2008.

BERNANKE, Bem S.; BLINDER, Alan S. Credit, money, and aggregate demand. *The American Economic Review*, v. 78, n. 2, 1988.

BEZERRA, Itaguara de Oliveira. Índice de incerteza empresarial: uma abordagem usando microdados de sondagens. *Economia Aplicada*, v. 21, n. 4, p. 659-679, 2017.

CAMERON, A. Colin; PRAVIN K. Trivedi. *Microeconometrics: methods and applications*. Cambridge university press, 2005.

CARVALHO, Fernando Cardim *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 454 p.

CASTRO, Antonio Barros de. **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

CAVALCANTE, A.T.M.; CROCCO, M.; BRITO, M.L.A. de. Impactos macroeconômicos na variação regional da oferta de crédito. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 25, n. 47, p.85-120, mar. 2007.

CAVALCANTE, Luiz Ricardo Matos Teixeira. **Produção teórica em economia regional: uma proposta de sistematização**. São Paulo: Associação Brasileira de Estudos Regionais e Urbanos, 2007.

CAVALCANTE, Luiz Ricardo Matos Teixeira. **Sistema financeiro no Brasil: aspectos regionais**. 2016. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/228631137>. Acesso em: 20 abr.2018.

CHICK, Victoria, **Macroeconomia após Keynes: um reexame da teoria geral**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.

CHICK, Victoria. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v.15, n. 1, p. 9-23, 1994.

CHICK, Victoria; DOW, Sheila. A post-keynesian perspective on the relation between banking and regional development. **Thames Papers in Political Economy**. North East London Polytechnic, p 1-21, spring 1988

CINTRA, Marcos Antônio Macedo. Crédito público e desenvolvimento econômico: a experiência brasileira. *In*: FERREIRA, Francisco Marcelo R.; MEIRELLES, Beatriz Barbosa (org.). **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 57-108. Disponível em: www.bndes.gov.br/bibliotecadigital. Acesso em: 16 abr. 2015.

CORRÊA, Vanessa Petrelli. **A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento**. 1996. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1996.

COSTA FILHO, Adonias Evaristo da. Incerteza e atividade econômica no Brasil. *Economia Aplicada*, v. 18, n. 3, p. 421-453, 2014.

COUTINHO, Luciano; BORGES, Braulio Lima. A consolidação da estabilização e o desenvolvimento financeiro do Brasil. *In*: FERREIRA, Francisco Marcelo R.;

CROCCO, Marco. *et al.* O estudo do gap regional de crédito e seus determinantes, sob uma ótica pós-keynesiana. **Revista de Economia**, Brasília, v.12, n. 2 p. 281–307, maio/ago.2011.

CROCCO, Marco; FARIA-SILVA, Fernanda; REZENDE, Luiz Paulo; RODRIGUEZ-FUENTES, Carlos J. **Banks and regional development**: an empirical analysis on the determinants of credit availability in brazilian regions, regional studies. 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/00343404.2012.697141>. Acesso em: 12 maio 2018.

DOW, Sheila C. The regional composition of the money multiplier process. **Scottish Journal of Political Economy**, University of Stirling, v. 29, n.1, p. 22-44, fev.1982.

DOW, Sheila C.; RODRIGUEZ-FUENTES, Carlos J. **Regional finance**: a survey, Journal Regional Studies, v. 31, n.9, p. 903-920, 1997. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1080/00343409750130029>. Acesso em: 20 jul. 2019.

DOW, Sheila C. The treatment of money in regional economics. **Journal of Regional Science**, v. 27, n. 1, 1987a.

DOW, Sheila C. **Money and regional development**. **Studies in political economy**. Summer 1987b. Disponível em: <http://www.pac.gov.br/sobre-o-pac>. Acesso em: 16 maio 2018.

DUTRA, Leonardo Dondoni. **A Firma Bancária nas Regiões Brasileiras nas Décadas de 2000 e 2010**: uma discussão sobre a funcionalidade social dos bancos à luz da teoria pós-keynesiana. 2017. Tese de doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Economicas da Universidade federal Fluminense.

FERREIRA, Pedro Costa *et al.* **Medindo a incerteza econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Economia – IBRE, Fundação Getúlio Vargas – FGV, 2018.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal. **O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil**: crédito de longo prazo e mercado de capitais. 1995. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1995.

FREITAS, Ana Paula Gonçalves de; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Concentração regional do crédito e consolidação bancária no Brasil: uma análise pós-real. **Revista Economia**, Brasília, v.11, n.1, p.97-123, jan.-abr. 2010.

FREITAS, Maria Cristina Penido de, Moeda endógena e passividade bancária: análise crítica da abordagem “horizontalista” e teoria do circuito monetário. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 4, out.-dez.1999.

GILCHRIST, Simon; SIM, Jae W.; ZAKRAJSEK, Egon. **Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics**. Cambridge: NBER, 2014. (Working paper, n. 20038) . Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w20038>. Acesso em: 9 ago. 2017.

HADDAD, L. S. Cláudio. Experiência internacional e desafios para o mercado de capitais brasileiro. *In*: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (org.).

Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANDIB, 2007. p. 181-186.

HERSCOVICI, Alain. Keynes e o conceito de capital: reflexões epistemológicas a respeito das premissas rraffianas da teoria geral, 2013. **Revista de Economia Política**, v. 26, n. 1, p. 137-57 jan.- mar.2006.

KEYNES, John Maynard. **Treatise on money**. Londres: *Royal Economic Society*, 2012. v 1/2. Disponível em: <http://universitypublishingonline.org/royaleconomicsociety/ebook.jsf?bid=CBO9781139520645>

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda; inflação e deflação**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

LESSA, Carlos. **Quinze anos de política econômica**. 3. ed. S. Paulo: Brasiliense, 1981. 174 p.

LIMA, Ana Carolina da Cruz; SIMÕES, Rodrigo Ferreira. Teorias do desenvolvimento regional e suas implicações de política econômica no pós-guerra: o caso do Brasil. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2009. 33p. (Texto para discussão, n. 358).

LUBISCO, Nídia Maria Lienert; VIEIRA, Sônia Chagas. **Manual de estilo acadêmico:** monografias, dissertação e teses. 2. ed. Salvador: EDUFBA, 2003. 145 p.

MARQUES, Rosa Maria; NAKATANI, Paulo. A finança capitalista: a contribuição de François Chesnais para a compreensão do capitalismo contemporâneo. **Economia Ensaios**, v. 24, n.1, 2009. Disponível em: <http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/3650>. Acesso em: 20 abr. 2018.

MEIRELLES, Beatriz Barbosa (org.). **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 199-223. Disponível em: www.bndes.gov.br/biblioteca_digital. Acesso em: 16 abr. 2015.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

MINSKY, Hayman P. Hipótese da instabilidade financeira. Trad. de Bruno Negreiros Conceição. **OIKOS**, Rio de Janeiro, v.8, n.2 p. 314-320, 2009. Disponível em: www.revistaoikos.org. Acesso em: 16 abr. 2015.

NASSER, Bianca. Economia regional, desigualdade regional no Brasil e o estudo dos eixos nacionais de integração e desenvolvimento. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 14, p. 145-178, dez. 2000.

NAJBERG, Sheila. Transformação do sistema BNDES em financiador do setor privado. *In:* MONTEIRO FILHO, Dulce C.; MODENESI, Ruy L. (org). **BNDES um banco de ideias: 50 anos refletindo o Brasil**. Rio de Janeiro: BNDES, 2002.

OREIRO, José Luís. Preferência pela liquidez, racionamento de crédito e concentração bancária uma nova teoria pós-keynesiana da firma bancária. **Est. Econ.**, São Paulo, v. 35, n. 1, p. 101-131, jan.-mar. 2005.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Teoria da firma bancária. *In*: LIMA, G.T.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F. (org.). **Macroeconomia moderna**: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não convencional, **Revista Brasileira de Economia**, v. 53, n. 3, p. 323-356, jul.-set. 1999.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana da preferência pela liquidez. **Revista de Economia**, v. 32, n. 2, p. 81-93, jul.- dez. 2006.

PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos Avançados**, v.23, n.66, p.25-39, 2009. Disponível em: <http://producao.usp.br/handle/BDPI/6351>. Acesso em: 12 ago. 2018.

PAIVA, Márcia de. **BNDES**: um banco de história e do futuro. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012.

PAULA, Luiz Fernando de; SOUZA, Gustavo José de Guimarães e. O sistema financeiro nacional: análise recente, diagnóstico e perspectivas. *In*: OREIRO, José Luis; PAULA, Luiz Fernando de; BASÍLIO, Flávio (org.). **Macroeconomia do Desenvolvimento**: ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica. Recife: Universitária, 2012. p. 271-316.

RIGOLON, Francisco José Zagari. Opções reais, análise de projetos e financiamentos de longo prazo. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, p. 137-166, 1999.

RIGOLON, Francisco Jose Zagari. Opções reais, análise de projetos e financiamento de longo prazo. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, p. 137-166, jun. 1999.

RODRÍGUEZ-FUENTES, Carlos J. Credit availability and regional development. **The Journal of the RSAI**, v.77, n.1 p. 63-75, 1998.

RODRÍGUEZ-FUENTES, Carlos J. **Regional monetary policy**. London: RoutledgeTaylor & Francis Group, 2006.

STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393-410, jun. 1981.

STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Credit rationing in markets with imperfect information. Part II. **Econometric Research Program, Research Memorandum**. n. 268, 1980.

STUDART, Rogério, The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development. *Journal of Keynesian Economics*, Win 1995-96; 18, 2; ABI/FORM Global pg. 269

TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1978. 263 p.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. *In*: FERREIRA, Francisco Marcelo R.;

MEIRELLES, Beatriz Barbosa (org.). **Ensaio sobre economia financeira**
Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 11- 56. Disponível em: [www.bndes.gov.br/biblioteca digital](http://www.bndes.gov.br/biblioteca_digital). Acesso em: 16 abr. 2015.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira da. BNDES e o financiamento do desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21, número especial, p. 975-1009, dez. 2012.

URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz, O sistema financeiro dos EUA: da Glass-Steagall a Lei Dodd-Frank. 2015. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2015

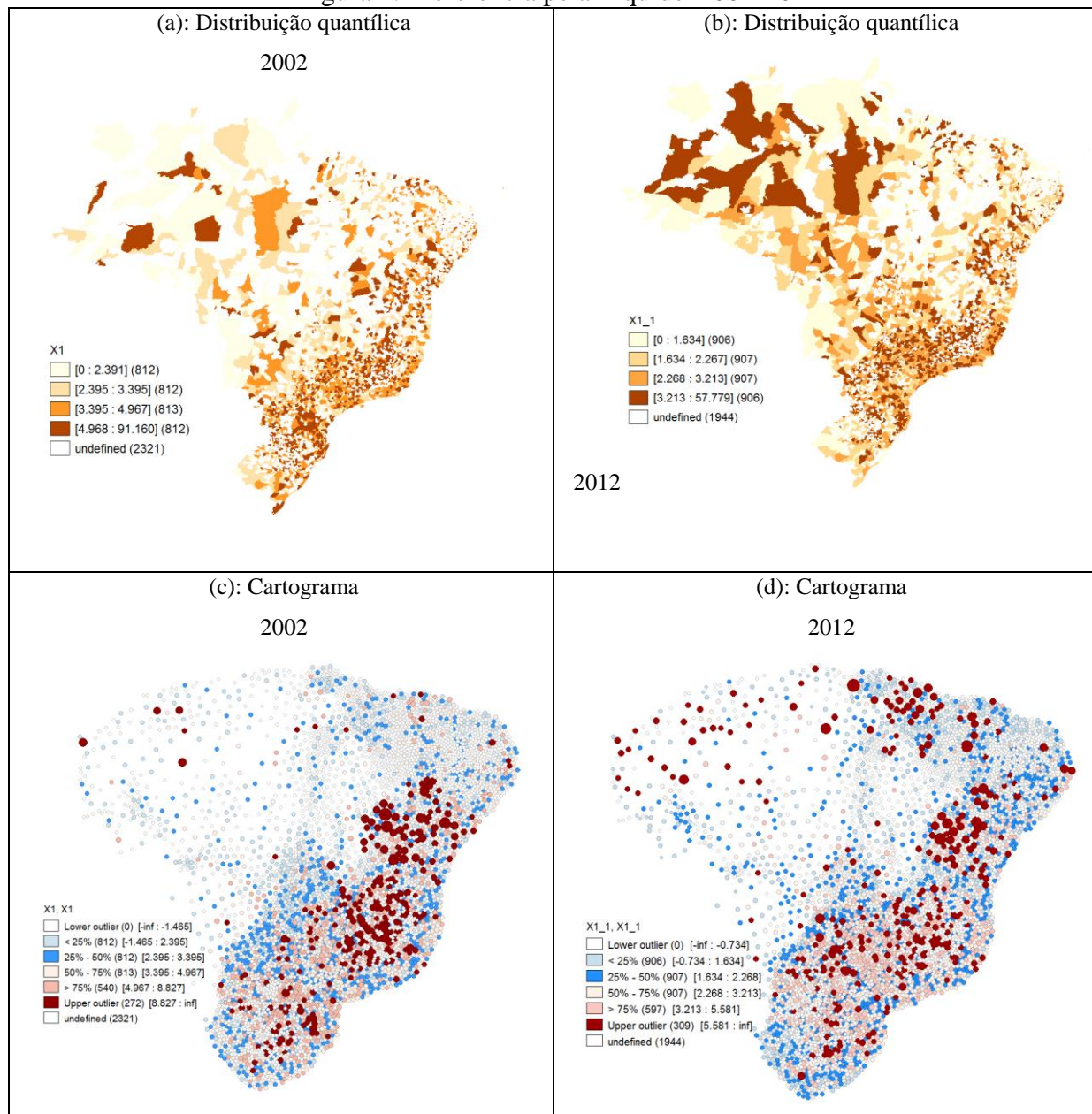
VEIGA, José Eli da. **Como elaborar seu projeto de pesquisa**. São Paulo: PROCAM/USP, 1996 (Draft). 9 f.

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press, 2010.

APÊNDICE A

Estatística Espacial

Figura 1: Preferência pela Liquidez2002-2012



Fonte: Banco Central, Estban.

Observando-se o cartograma que representa a espacialização da preferência pela liquidez no país em 2002, é visível uma forte concentração dos índices acima de 8,83 (*outliers superiores*), nos estados da Bahia, Minas Gerais e Santa Catarina. Esses índices concentram-se em cerca de 8,0% do total dos municípios, para os quais existem informações.

Os dois primeiros quartis reúnem 1624 municípios, cerca de metade dos que possuem informações, concentrados principalmente nos Estados Goiás, São Paulo, Paraná, Rio de

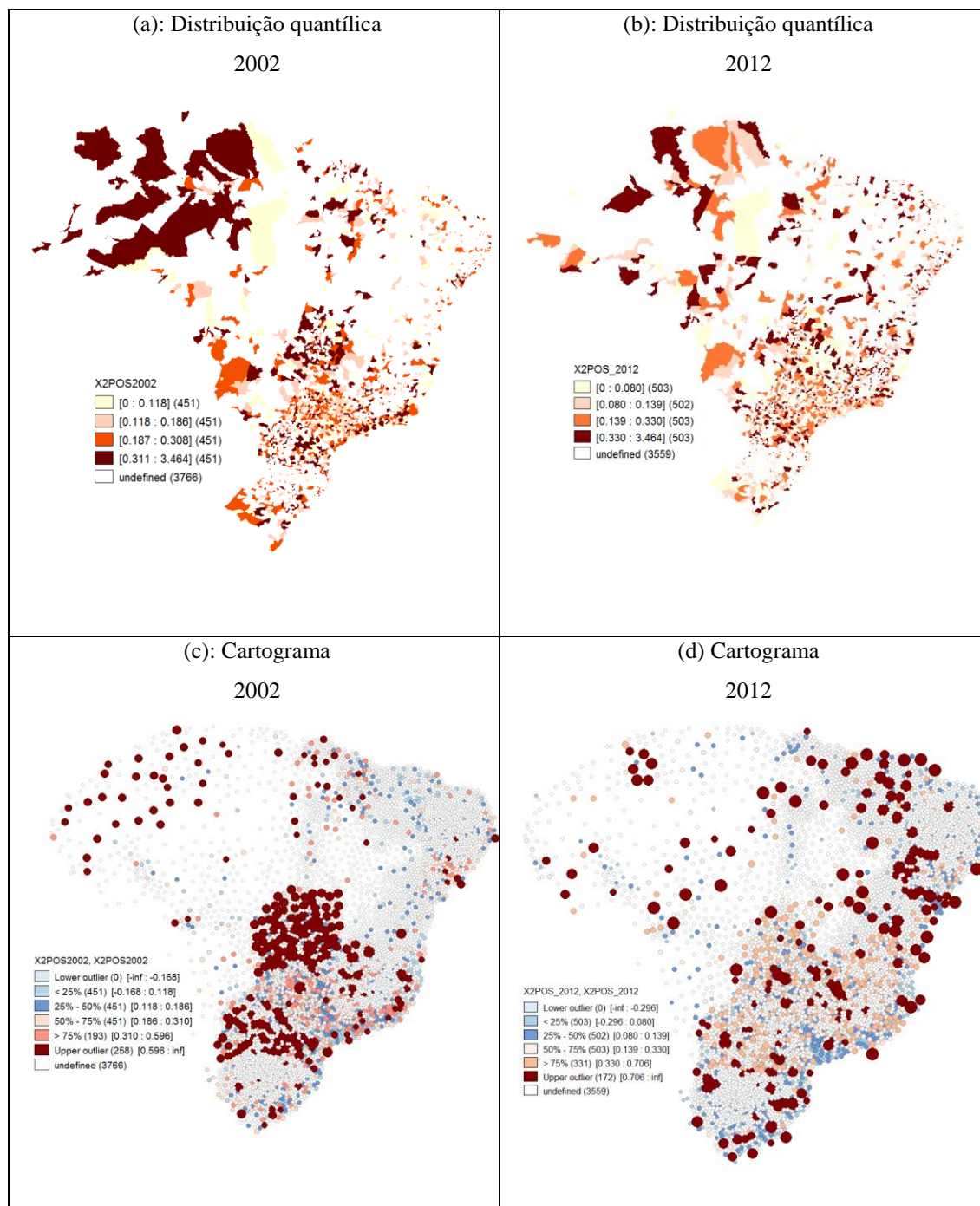
Janeiro, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Maranhão, Espírito Santo e Pernambuco, com índices que alcançam o máximo de 3,395. Esses municípios, a exceção do Paraná, Maranhão e Pernambuco, concentram-se no Sudeste e Centro-Oeste regiões que tem em comum ou o peso e diversificação de suas economias ou o peso do agronegócio.

Vale ainda registrar que os menores índices médios dentre os municípios que compõem os dois primeiros quartis, encontram-se nos municípios dos Estados de Goiás, Maranhão e Mato Grosso.

Comparando-se com 2012 (último ano da série estudada), vê-se que houve um pequeno aumento no número de outliers superiores, ainda que o limite inferior desse intervalo tenha se reduzido, em relação ao de 2002. Neste ano os municípios com maiores índices concentravam-se nos Estados de Minas Gerais, Bahia, São Paulo, Maranhão e Amazonas. Tanto Minas Gerais quanto Bahia, que se repetem nos anos analisados, apresenta uma redução no número de municípios, nesse intervalo, assim como no índice médio das observações.

Por sua vez há um aumento do número de municípios cujos índices localizam-se nos dois primeiros quartis, assim como uma dispersão desses índices por maior número de Estados indicando, possivelmente, uma melhoria geral na preferência pela liquidez.

Sintetizando, a manutenção da Bahia e Minas Gerais como Estados que concentram maior número de municípios com elevados índices de preferência pela liquidez, em ambos os anos, está em conformidade com a literatura, visto que os fatores que contribuem para esse comportamento bancário ocorrem em extensas áreas de ambos Estados, ou seja, os baixos indicadores de desenvolvimento econômico-social e a maior desigualdade de renda. O fato de outras regiões com iguais características não aparecerem nas estatísticas se deve a pouca presença bancária ainda verificada em muitas regiões do país.

Figura X₂ Coeficiente de Variação das provisões (modular): 2002-2012

Fonte: Banco Central, Estban.

O coeficiente de variação das provisões representa a variabilidade das provisões em relação a sua média anual. Um problema na avaliação dessa variável é que duas das maiores instituições bancárias do país não realizam a apropriação desses valores por agência. Este fato gera um problema de representatividade da amostra, provocando um viés que, possivelmente, se distribui de maneira uniforme pelo país, minimizando uma possível invalidação da análise.

A despeito dessa limitação verifica-se, em 2002, uma concentração dos outliers superiores, acima de 60%, nos Estados de Goiás, Paraná, Amazonas e Pará, que correspondem às regiões Norte, Centro-Oeste e Sul.

Em relação à região Norte é possível que a pouca informação a respeito dos negócios e de seus proprietários explique a volatilidade percebida nas provisões. Quanto aos outros dois Estados o elemento comum é a significativa participação destes na produção nacional de grãos, assim como a participação da agricultura no PIB estadual.

O custeio da lavoura de soja e do milho representava, em 2002, 59% do total do custeio agrícola. Por sua vez as regiões Sul e Centro-Oeste concentravam 28% e 17%, respectivamente, do total do custeio no país, nessas duas lavouras.

Os preços da soja entre agosto de 2001 e fevereiro de 2002 apresentaram grande volatilidade com coeficientes de variação superior a 12%.

Já os preços do milho apresentam grande volatilidade entre janeiro e maio de 2002, com coeficientes de variação que superam os 12%.

Essa combinação de grande participação da soja e do milho no custeio total das lavouras, concentrado em duas regiões, somado à volatilidade de preços no período de contratação do custeio explicaria a maior variabilidade das provisões, nessas duas regiões, em 2002.

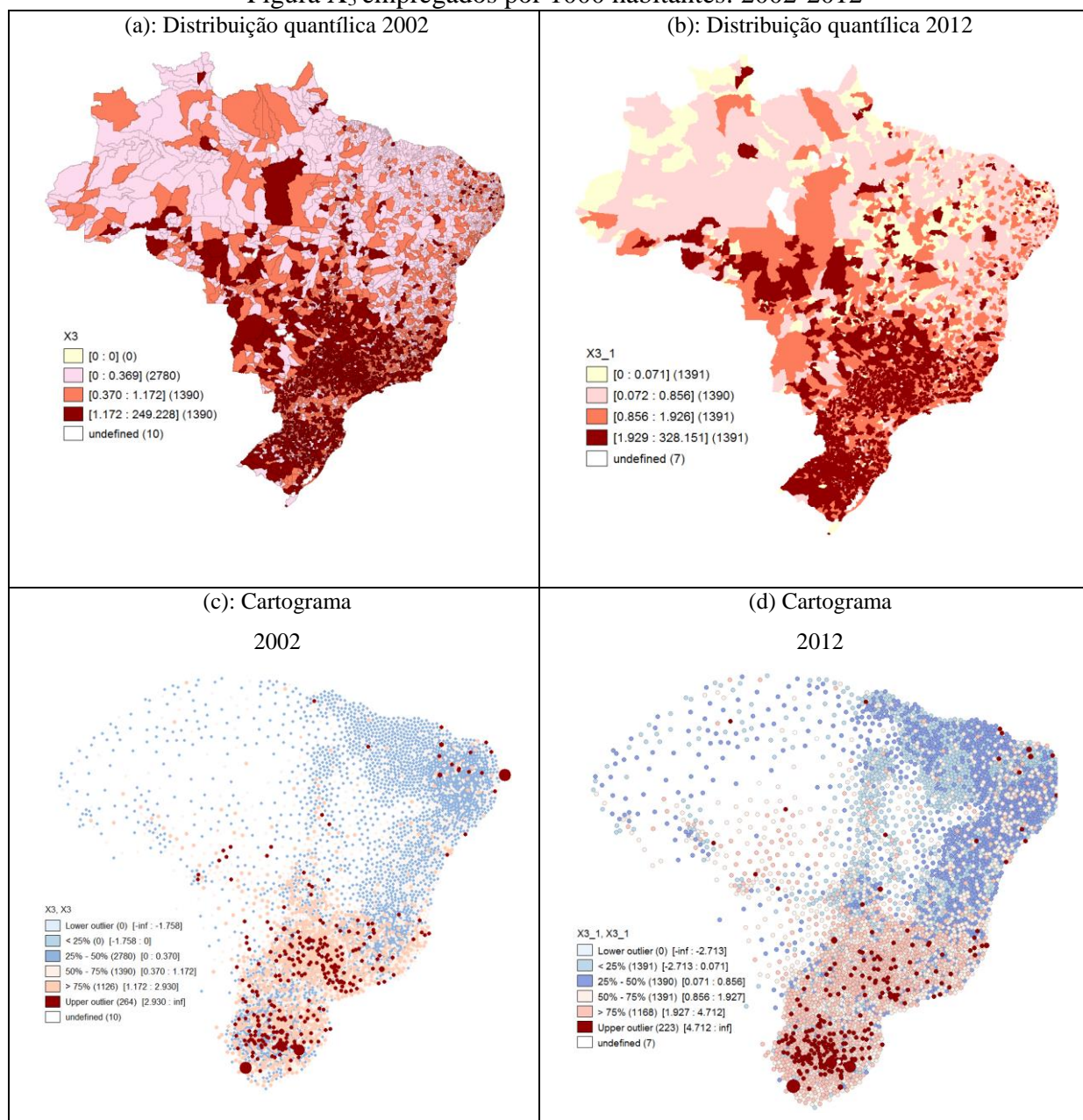
Em 2012 verifica-se uma maior dispersão dos dados com os dois primeiros quartis somando o número maior de observações, assim com o último quartil, somado aos outliers superiores. Considerando-se apenas os outliers superiores, há uma elevação do piso do coeficiente de variação para cerca de 70%, em compensação há uma redução no número de municípios nesse intervalo de um terço, o que o torna menos significativo. Ainda assim observa-se alguma concentração no Nordeste (Bahia e Ceará) e Sul (Santa Catarina).

Em relação ao quarto quartil, intervalo de 33% a 70% de variabilidade, os municípios com tais índices concentram-se nos Estados de Minas Gerais, Paraná e Goiás, portanto nas regiões, Sudeste, Centro-Oeste e Sul.

Pode-se concluir afirmando que há uma concentração de elevada volatilidade no Nordeste e em Santa Catarina, sendo que este estado apresenta vários indicadores de desenvolvimento econômico-sociais melhores que os do Nordeste, acrescentando-se, ainda, a evidência de uma maior diversificação de sua economia.

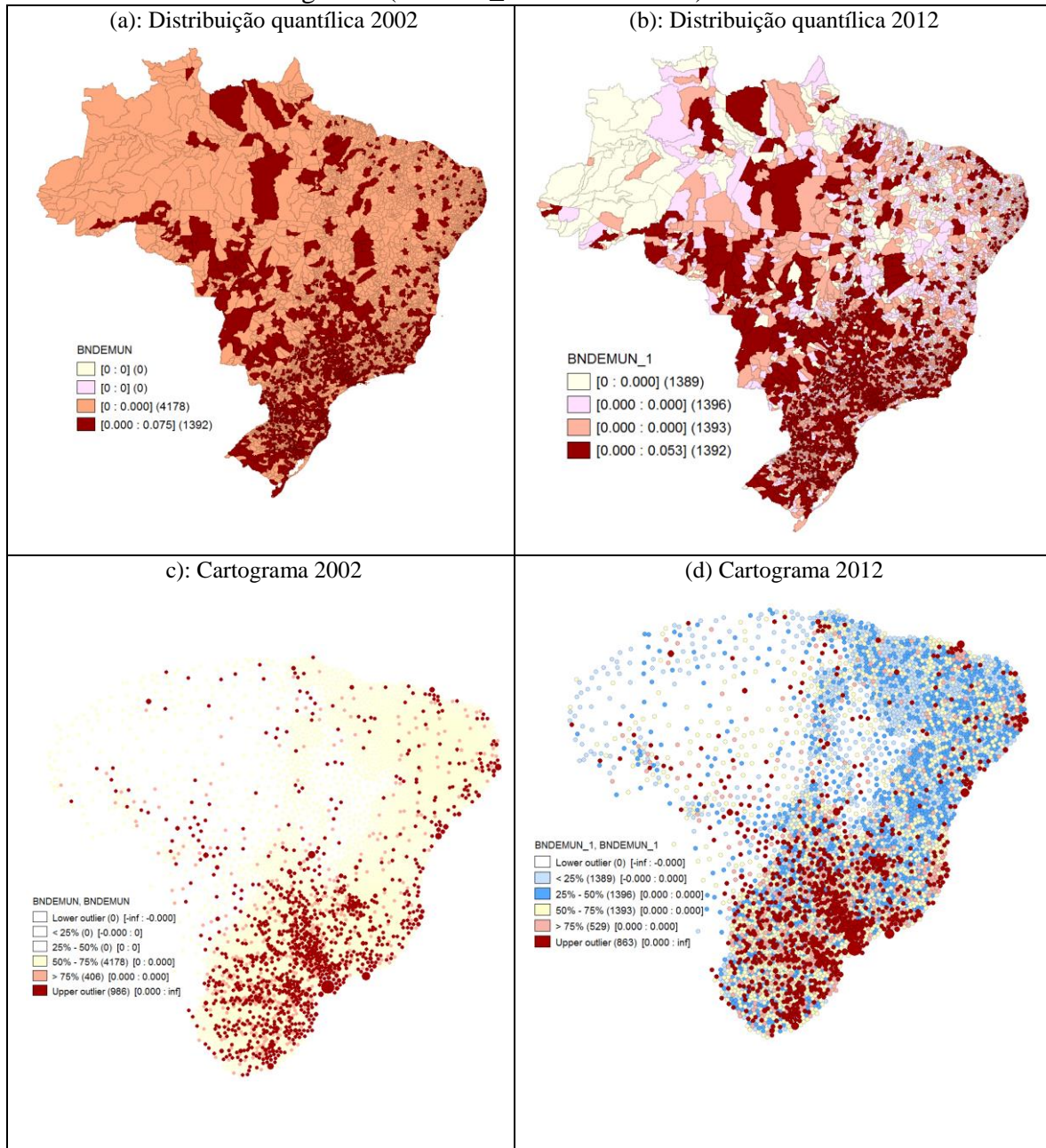
No último quartil, que também apresenta significativos índices de volatilidade, tem-se estados que são grandes produtores de commodities.

Figura X₃ empregados por 1000 habitantes: 2002-2012



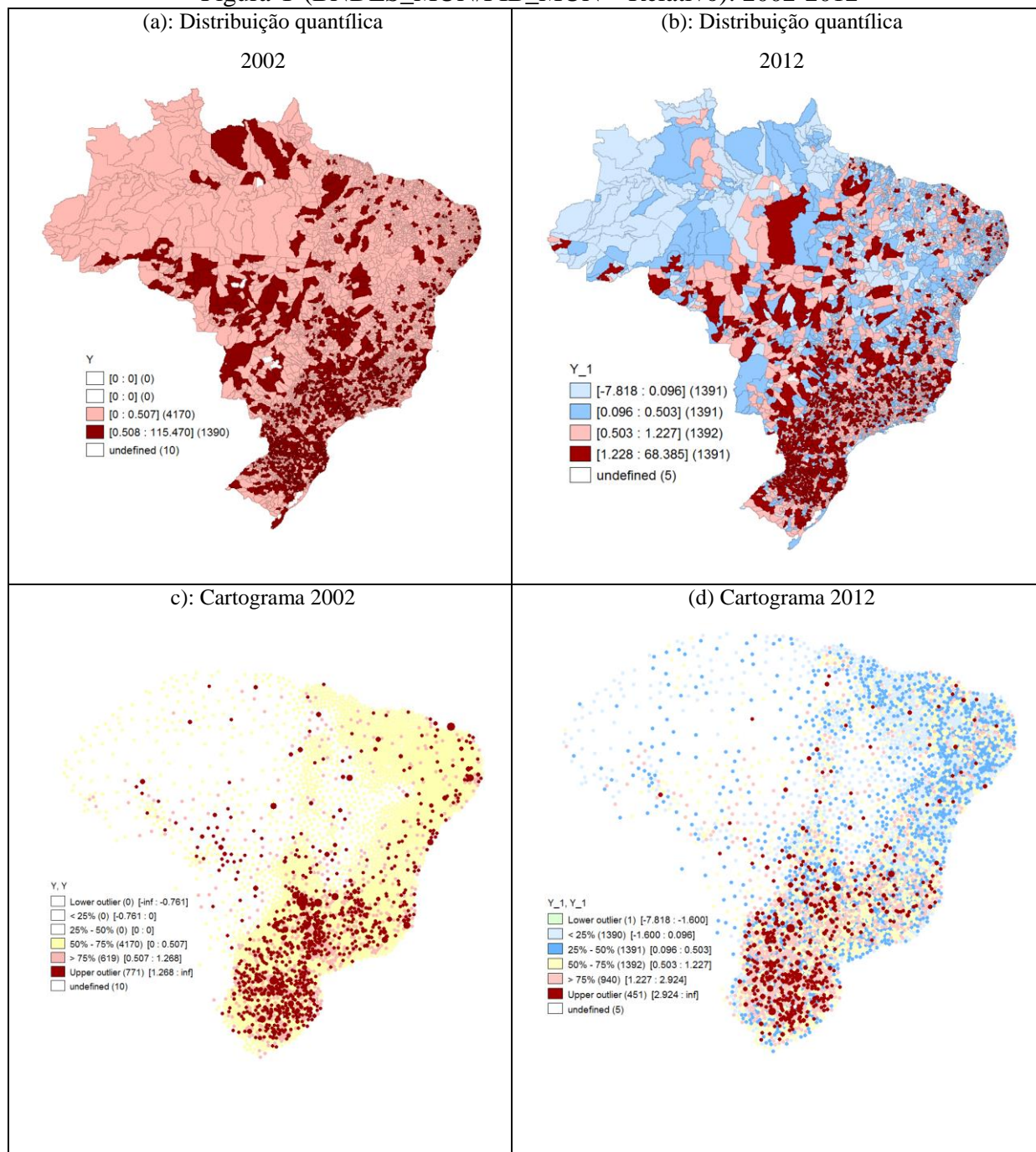
Fonte: Banco Central, Estban.

Figura Y (BNDES_MUN – Relativo): 2002-2012



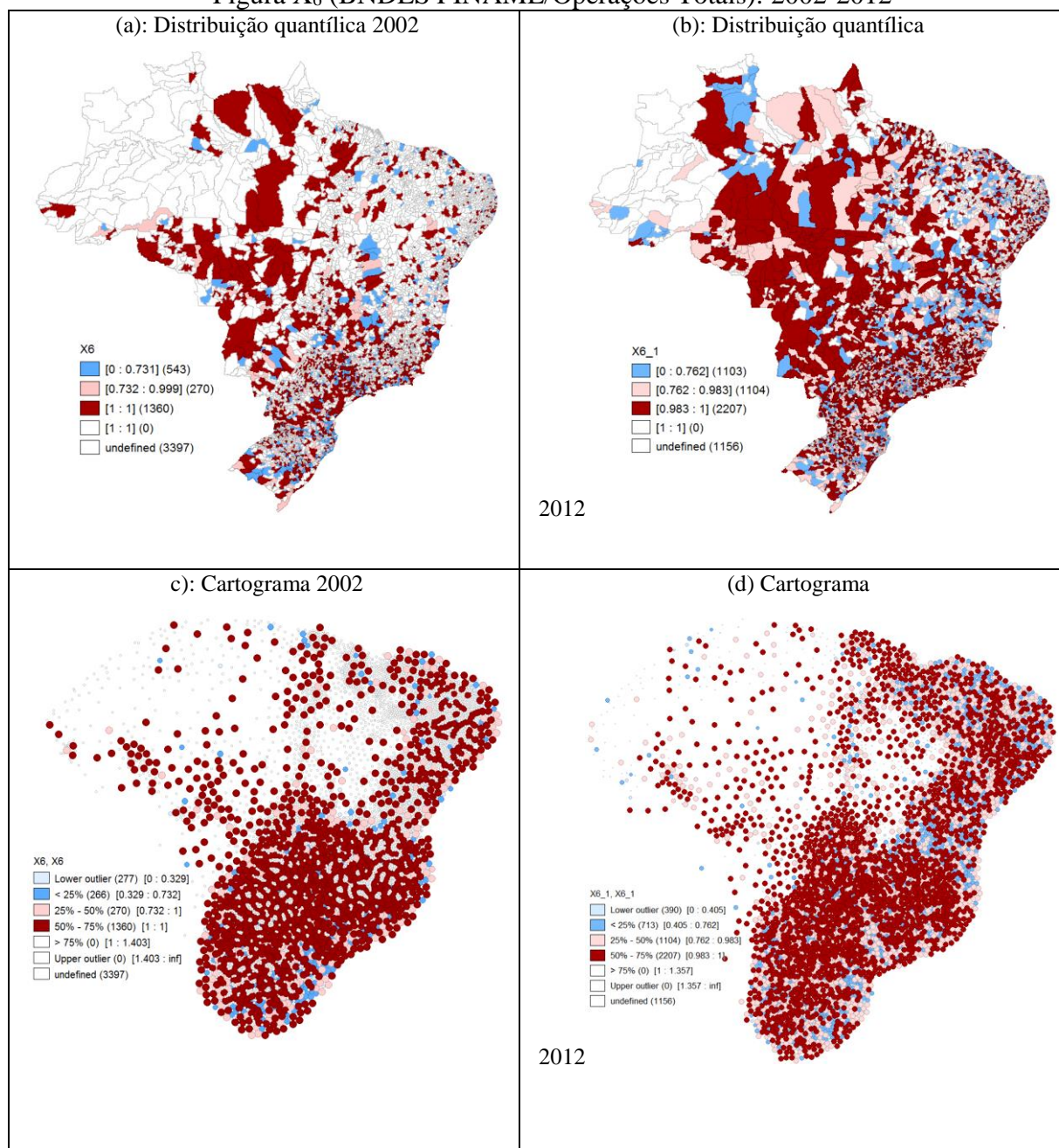
Fonte: Banco Central, Estban.

Figura Y (BNDES_MUN/PIB_MUN – Relativo): 2002-2012



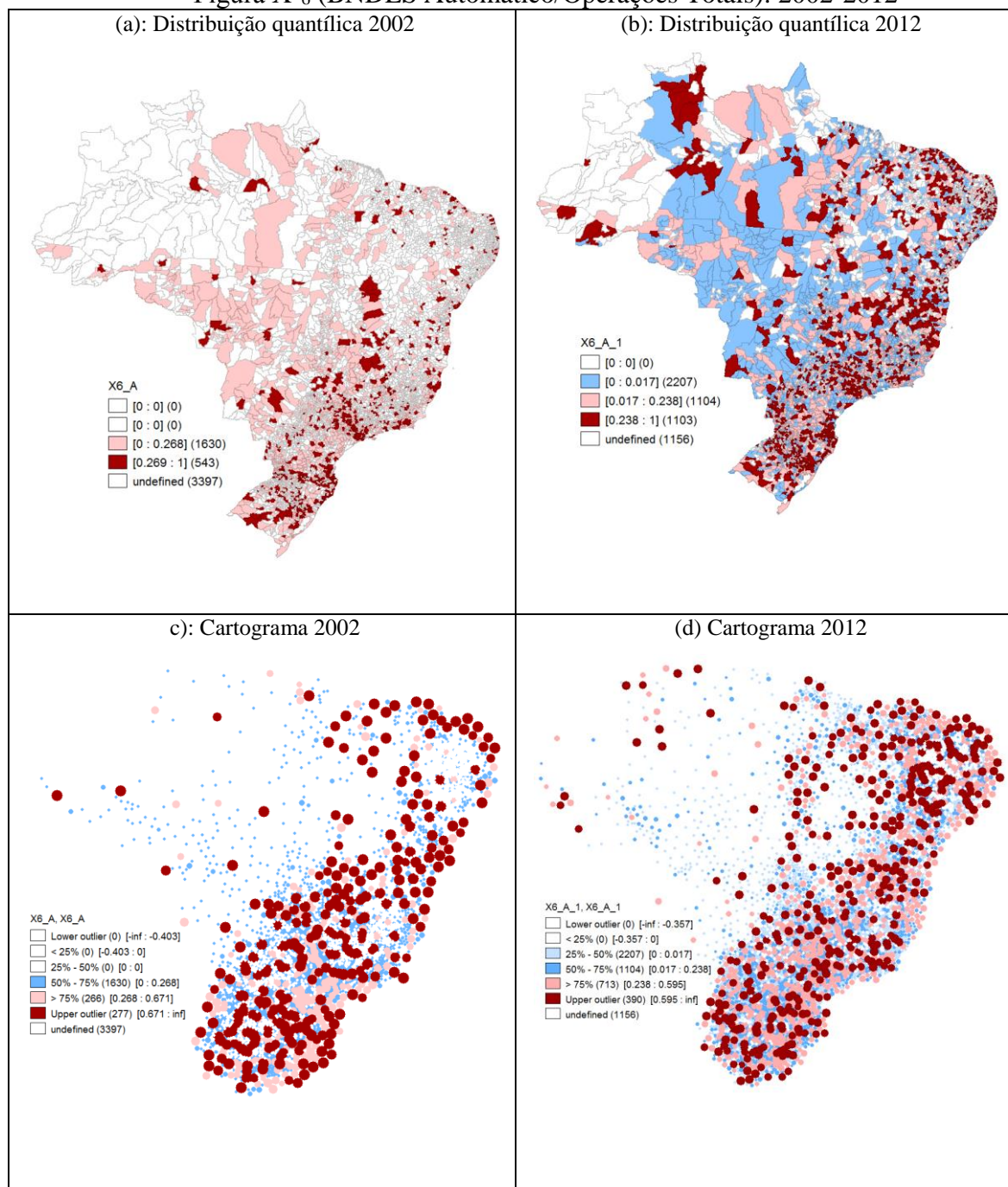
Fonte: Banco Central, Estban.

Figura X6 (BNDES FINAME/Operações Totais): 2002-2012



Fonte: Banco Central, Estban.

Figura X'6 (BNDES Automático/Operações Totais): 2002-2012



Fonte: Banco Central, Estban.

APÊNDICE B

Apresentação da equação inicial com tendência e dummy de tempo

	(1)	(2)	(3)
	bndesmunbr	bndesmunbr	bndesmunbr
plb	0.0000556*** (3.31)	0.0000270 (1.38)	0.0000287 (1.48)
cvprov	-0.0000225* (-2.24)	-0.0000243* (-2.46)	-0.0000258* (-2.51)
empsf	-0.00000119 (-0.74)	-0.00000650 (-0.41)	-0.00000803 (-0.50)
iprover	0.0000868 (0.95)	0.0000576 (0.66)	0.0000738 (0.85)
coaber	0.0000671 (1.63)	0.0000598 (1.46)	0.0000589 (1.45)
lpibpc	0.000104*** (4.18)	0.000192*** (5.70)	0.000208*** (5.63)
lpop	0.0000688 (0.45)	0.000356** (2.70)	0.000368** (2.73)
trend		-0.00000985** (-3.19)	
t2003			-0.00000825 (-0.36)
t2004			-0.0000115 (-0.45)
t2005			-0.00000833 (-0.30)
t2006			-0.0000164 (-0.72)
t2007			-0.0000381 (-1.77)
t2008			-0.0000400 (-1.83)
t2009			-0.0000500* (-2.03)
t2010			-0.0000778* (-2.46)
t2011			-0.0000901** (-2.66)
t2012			-0.0000990** (-2.60)
_cons	-0.000765 (-0.92)	-0.00284*** (-3.65)	-0.00306*** (-3.75)
<i>N</i>	17095	17095	17095

t statistics in parentheses. * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

APÊNDICE C

Estimação Poisson com variação regional no Coeficiente de variação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	bndesmu nbr	bndesmu nbr	bndesmu nbr	bndesmu nbr	bndesmu nbr	bndesmu nbr	bndesmu nbr
bndesmunbr							
plb	0.201** (3.20)	0.121 (1.77)	0.121 (1.81)	0.124 (1.83)	0.138* (2.06)	0.125 (1.84)	0.121 (1.77)
cvprov	-0.107 (-1.96)	-0.112* (-2.00)	-0.109 (-1.95)	-0.112* (-1.98)	-0.107 (-1.88)	-0.111* (-1.99)	-0.112* (-2.00)
empfs	-0.00258 (-1.34)	- 0.000771 (-0.44)	- 0.000834 (-0.48)	-0.00125 (-0.63)	-0.00174 (-0.89)	- 0.000633 (-0.36)	- 0.000770 (-0.44)
iprover	0.321 (1.80)	0.195 (0.95)	0.194 (0.94)	0.211 (1.05)	0.213 (1.01)	0.190 (0.92)	0.194 (0.94)
coaber	0.143 (1.85)	0.120 (1.54)	0.123 (1.58)	0.119 (1.53)	0.114 (1.47)	0.120 (1.54)	0.120 (1.54)
lpibpc	0.258*** (4.65)	0.497*** (6.29)	0.463*** (6.33)	0.487*** (6.10)	0.608*** (5.63)	0.476*** (5.74)	0.495*** (6.13)
lpop	0.152 (0.45)	1.010** (3.10)	0.918** (2.96)	1.068** (2.97)	1.052** (2.98)	0.994** (3.00)	1.005** (3.04)
trend		- 0.0232*** (-3.89)	- 0.0222*** (-3.81)	- 0.0232*** (-3.88)	- 0.0227*** (-3.87)	- 0.0233*** (-3.93)	- 0.0231*** (-3.87)
regNlpibpc			0.593 (1.45)				
regNElpibpc				0.0821 (0.61)			
regSElpibpc					-0.207 (-1.95)		
regSlpibpc						0.109 (0.94)	
regCOLpibpc							0.0258 (0.13)
<i>N</i>	16887	16887	16887	16887	16887	16887	16887

t statistics in parentheses* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Estimação Poisson com variação Regional no

	(1)	PIB (2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	bndesmun b r	bndesmun b r	bndesmun b r	bndesmun b r	bndesmun b r	bndesmun b r	bndesmun b r
bndesmunb							
r pl	0.201*	0.12	0.12	0.12	0.138	0.12	0.12
b	*(3.20)	(1.77)	(1.81)	(1.83)	*(2.06)	(1.84)	(1.77)
cvpro	-0.10	-0.112	-0.10	-0.112	-0.10	-0.111	-0.112
v	(-1.96)	*(-2.00)	(-1.95)	*(-1.98)	(-1.88)	*(-1.99)	*(-2.00)
empfs	-0.0025	-	-	-0.0012	-0.0017	-	-
f	8	0.00077	0.00083	5	4	0.00063	0.00077
	(-1.34)	1(-0.44)	4(-0.48)	(-0.63)	(-0.89)	3(-0.36)	0(-0.44)
iprovc	0.32	0.19	0.19	0.21	0.21	0.19	0.19
r	(1.80)	(0.95)	(0.94)	(1.05)	(1.01)	(0.92)	(0.94)
coabe	0.14	0.12	0.12	0.11	0.11	0.12	0.12
r	(1.85)	(1.54)	(1.58)	(1.53)	(1.47)	(1.54)	(1.54)
lpibp	0.258**	0.497**	0.463**	0.487**	0.608**	0.476**	0.495**
c	*(4.65)	*(6.29)	*(6.33)	*(6.10)	*(5.63)	*(5.74)	*(6.13)
lpo	0.15	1.010*	0.918*	1.068*	1.052*	0.994*	1.005*
p	(0.45)	*(3.10)	*(2.96)	*(2.97)	*(2.98)	*(3.00)	*(3.04)
tren		-	-	-	-	-	-
d		0.0232**	0.0222**	0.0232**	0.0227**	0.0233**	0.0231**
		*(-3.89)	*(-3.81)	*(-3.88)	*(-3.87)	*(-3.93)	*(-3.87)
regNlpibp			0.59				
c			(1.45)				
regNElpibp				0.082			
c				(0.61)			
regSElpibp					-0.20		
c					(-1.95)		
regSlpibp						0.10	
c						(0.94)	
regCOLpibp							0.025
c							(0.13)
N	1688	1688	1688	1688	1688	1688	1688
t statistics in parentheses	7	7	7	7	7	7	7
** p < 0.01, *** p < 0.001							

APÊNDICE D

Tabela: Resultados do teste de Hauman

	Coefficients ----			
	(b) ffe	(B) rre	(b-B) Difference	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$ S.E.
pl2	1.68e-07	4.28e-07	-2.60e-07	.
cvprov	-3.12e-06	2.78e-06	-5.90e-06	1.63e-06
empfin	-1.20e-06	4.32e-06	-5.52e-06	4.86e-07
provcred	.0000562	.0000888	-.0000326	.
cab	.0000662	.000072	-5.78e-06	5.83e-06
lpibpc	.0000806	.0001381	-.0000575	6.78e-06
lpop	.0000146	.0010779	-.0010633	.0000901
	b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg			
B =	inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtr			
Test: Ho:	difference in coefficients not systematic			
	$\chi^2(7) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$			
	190.26			
	Prob>chi2 = 0.0000			
	(V_b - V_B is not positive definite)			

Fonte: Resultados das estimações

O teste de Hausman compara os parâmetros estimados pelos métodos de estimação em painel com o controle por efeitos fixos e por efeitos aleatórios. Se não for rejeitada a diferença sistemática entre os coeficientes a melhor opção é a estimação pelo controle por efeitos aleatórios. Como pode ser observado, rejeita-se a hipótese de não haver diferença sistemática entre os coeficientes. Isso coloca o estimador por efeitos fixos com a melhor opção.