



GERSON LUIS ROMANTINI

Acordos de Basileia e Bancos no Brasil

**CAMPINAS
2012**



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

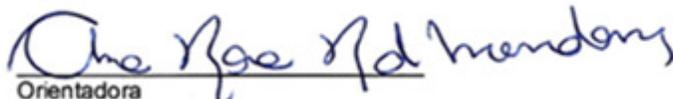
GERSON LUIS ROMANTINI

Acordos de Basileia e Bancos no Brasil

Profa. Dra. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti – orientadora

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, área de concentração: Teoria Econômica, do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA TESE DEFENDIDA PELO ALUNO GERSON LUIS
ROMANTINI E ORIENTADO PELA PROFA. DRA. ANA
ROSA RIBEIRO DE MENDONÇA SARTI.**


Orientadora

CAMPINAS
2012

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA POR
Maria Teodora Buoro Albertini – CRB8/2142 –
CEDOC/INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

R662a Romantini, Gerson Luis, 1971-
Acordos de Basileia e bancos no Brasil / Gerson Luis Romantini. -
Campinas, SP: [s.n.], 2012.

Orientador: Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti.
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas,
Instituto de Economia.

1. Bancos – Brasil. 2. Bancos – Regulamentação – Brasil. I. Sarti,
Ana Rosa Ribeiro de Mendonça, 1966-. II. Universidade Estadual de
Campinas. Instituto de Economia . III. Título.

13-01-BIE

Informações para Biblioteca Digital

Título em Inglês: Basel accords and banks in Brazil

Palavras-chave em inglês:

Banks – Brazil

Banks – Laws and regulations - Brazil

Área de Concentração: Teoria Econômica

Titulação: Doutor em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti

Daniela Magalhães Prates

Adriana Nunes Ferreira

Marcos Antonio Macedo Cintra

Vanessa Petrelli Corrêa

Data da defesa: 05-11-2012

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas



TESE DE DOUTORADO

GERSON LUIS ROMANTINI

Acordos de Basileia e Bancos no Brasil

Defendida em 05/11/2012

COMISSÃO JULGADORA

A handwritten signature in blue ink, reading "Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti".

Profa. Dra. ANA ROSA RIBEIRO DE MENDONÇA SARTI
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in black ink, reading "Daniela Magalhães Prates".

Profa. Dra. DANIELA MAGALHÃES PRATES
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in black ink, reading "Adriana Nunes Ferreira".

Profa. Dra. ADRIANA NUNES FERREIRA
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in black ink, reading "Marcos Antonio Macedo Cintra".

Prof. Dr. MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA
Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada / IPEA

A handwritten signature in black ink, reading "Vanessa Petrelli Corrêa".

Profa. Dra. VANESSA PETRELLI CORRÊA
Universidade Federal de Uberlândia / UFU

AGRADECIMENTOS

Aos professores do Instituto de Economia da Unicamp, pelas oportunidades de aprendizado e, sobretudo, à Profa. Ana Rosa, pela árdua tarefa de orientação, mas principalmente pela grande disposição e atenção dedicadas.

Aos colegas de doutorado e das disciplinas cursadas, pelo prazer do convívio e pelos instigantes debates que favoreceram o meu desenvolvimento.

Aos funcionários da secretaria de pós-graduação do Instituto de Economia, por toda a atenção e gentileza despendidas.

Ao Banco Central do Brasil, pelo patrocínio ao meu programa de doutorado, e à Capes, por ter possibilitado a oportunidade de contato com pesquisadores no exterior em determinado período durante o desenvolvimento da tese.

Aos meus familiares, pelo apoio incondicional mesmo nos momentos mais difíceis.

“The difficulty lies, not in the new ideas, but in escaping from the old ones, which ramify, for those brought up as most of us have been, into every corner of our minds”.

John Maynard Keynes

RESUMO

Esta pesquisa teve como objetivo identificar e analisar possíveis canais de influência do segundo e do terceiro Acordos de Basileia sobre o processo de reestruturação do sistema bancário brasileiro. Esses canais de influência foram analisados a partir de dois planos: no plano da estrutura de mercado e no plano da solidez do sistema bancário. Do ponto de vista da estrutura de mercado, a hipótese investigada foi que os Acordos de Basileia não seriam neutros em relação às condições de concorrência interbancária, favorecendo os grandes bancos em detrimento dos médios e pequenos. No plano da solidez do sistema bancário, a hipótese foi que os Acordos de Basileia não seriam suficientes para garantir a solidez do sistema em momentos de crise financeira, tendo em vista o processo de fragilização financeira inerente ao funcionamento das economias capitalistas modernas e financeiramente avançadas, conforme proposto por Minsky. Além disso, foi analisada a razão dos agentes econômicos encararem os Acordos de Basileia como elementos fundamentais para a solidez do sistema bancário, a despeito das evidências em contrário observadas, especialmente, durante a crise financeira internacional de 2007-2008. A hipótese investigada neste caso foi de que, em um mundo ergódico, profundamente marcado pela presença da *incerteza fundamental*, os agentes econômicos adotam certas *práticas sociais* como âncoras para suas decisões, tais como as *convenções*. Essas *práticas sociais* funcionam como mecanismos redutores de incerteza de forma a facilitar o processo de tomada de decisões em economias capitalistas. Os Acordos de Basileia seriam exemplos marcantes dessas *práticas sociais*.

Palavras-chave: Acordos de Basileia, Basileia II e III, bancos, sistema bancário brasileiro, regulação bancária prudencial

ABSTRACT

This research had for purpose to identify and analyze possible channels of influence of the second and third Basel Accords on the restructuring of the Brazilian banking system. These channels of influence were analyzed from two levels: the market structure and the soundness of the banking system. From the point of view of market structure, the hypothesis investigated was that the Basel Accords would not be neutral with respect to competitive conditions between banks, favoring big banks at the expense of medium and small ones. In terms of the soundness of the banking system, the hypothesis was that the Basel Accords would not be enough to ensure the soundness of the system in times of financial crisis, in view of the process of financial fragility inherent in the functioning of modern and financially advanced capitalist economies, as proposed by Minsky. In addition, we analyzed the rationality of economic agents consider the Basel Accords as key to the soundness of the banking system, despite evidence to the contrary observed especially during the international financial crisis of 2007-2008. The hypothesis investigated in this case was that, in an ergodic world, deeply marked by the presence of the *fundamental uncertainty*, economic agents adopt certain *social practices* as anchors for their decisions, such as *conventions*. These *social practices* act as mechanisms for reducing uncertainty in order to facilitate the process of decision making in capitalist economies. The Basel Accords were prominent examples of these *social practices*.

Keywords: Basel Accords, Basel II and III, banks, Brazilian banking system, prudential banking regulation

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Ponderação de Risco por Classe de Ativos	122
Quadro 2 – Ponderações de Risco por Tipo de Crédito e Classe de Risco	127
Quadro 3 – Abordagem Padronizada (TSA)	129
Quadro 4 – Estimativa dos Impactos do IRB sobre Capital Requerido e Spreads de Tomadores Soberanos	174
Quadro 5 – Estimativas de Mudanças na Ponderação de Risco de Corporações	175
Quadro 6 – Requerimentos de Capital (Exposições a Corporações)	175
Quadro 7 – Correlação entre Desenvolvidos/Desenvolvidos e Desenvolvidos/“em Desenvolvimento”	178
Quadro 8 – Matriz de Correlação - Correlações Diárias entre Retornos de Mercados Acionários de Emergentes e Desenvolvidos - 1992-2002	178
Quadro 9 – Coeficientes de Correlação e Teste de Hipótese - Dados de um Grande Banco Internacional Diversificado	178
Quadro 10 – Comparação entre Carteiras Globalmente Diversificadas e não Diversificadas	179
Quadro 11 – Correlações em Períodos de Crise – Desenvolvidos/Desenvolvidos e Desenvolvidos/em Desenvolvimento	179
Quadro 12 – Basileia II: Principais normas relativas a Pilar 1	234
Quadro 13 – Cronograma de exigibilidade da parcela POPR (Fator "Z")	240
Quadro 14 – Fator “ β ” para linhas de negócio	242
Quadro 15 – Basileia III - Cronograma de composição do capital	250

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Quantidade de instituições autorizadas a funcionar pelo BCB	212
Tabela 2 – Participação percentual dos diversos segmentos do SFN nos ativos totais do sistema	215
Tabela 3 – Quantidade de bancos pela estrutura de capital	216
Tabela 4 – Instituições do segmento bancário – porte classificado por ativos totais	217
Tabela 5 – Instituições com maiores redes de agências no país	218
Tabela 6 – Participação percentual nos ativos totais do segmento bancário	219
Tabela 7 – Participação percentual dos 5, 10 e 20 maiores bancos nos ativos totais do segmento bancário	220
Tabela 8 – Concentração do Sistema Bancário Brasileiro - Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)	222
Tabela 9 – Participação percentual das instituições do segmento bancário nos ativos do segmento	224
Tabela 10 – Participação percentual das instituições do segmento bancário no volume de crédito do segmento .	225
Tabela 11 – Participação percentual das instituições do segmento bancário nos depósitos do segmento	225
Tabela 12 – Participação percentual das instituições do segmento bancário no patrimônio líquido do segmento	226
Tabela 13 – Participação dos bancos no patrimônio líquido e na captação externa do segmento bancário	227

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Preço de Demanda e de Oferta dos Ativos de Capital	72
Figura 2 – Requerimentos de Capital	176
Figura 3 – Quantidade de instituições autorizadas a funcionar pelo BCB	214
Figura 4 – Participação percentual dos 5, 10 e 20 maiores bancos nos ativos totais do segmento	221
Figura 5 – Concentração do Sistema Bancário Brasileiro - Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)	224
Figura 6 – Participação dos bancos na captação externa do segmento bancário	228

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1. DINÂMICA DE UMA ECONOMIA MONETÁRIA	9
1.1. INTRODUÇÃO	9
1.2. GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	11
1.3. INCERTEZA E RACIONALIDADE	30
1.4. TEORIA DA PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ.....	45
<i>Economia Monetária de Produção.....</i>	<i>45</i>
<i>Moeda e Preferência pela Liquidez.....</i>	<i>52</i>
1.5. DINÂMICA DA FRAGILIZAÇÃO FINANCEIRA	68
1.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	83
2. REGULAÇÃO BANCÁRIA	87
2.1. INTRODUÇÃO	87
2.2. BANCOS, CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO	89
<i>Bancos em uma Economia Monetária de Produção.....</i>	<i>90</i>
<i>Concorrência capitalista</i>	<i>100</i>
<i>Regulação Prudencial</i>	<i>109</i>
2.3. BASILEIA I	117
2.4. BASILEIA II.....	125
<i>Pilar 1 – Requerimentos Mínimos de Capital.....</i>	<i>126</i>
<i>Pilar 2 – Processo de Revisão pela Supervisão.....</i>	<i>130</i>
<i>Pilar 3 – Disciplina de Mercado</i>	<i>136</i>
2.5. A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2007-2008	137
2.6. BASILEIA III.....	145
2.7. ACORDOS DE BASILEIA: ANÁLISE CRÍTICA	162
2.8. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	184
3. SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO E OS ACORDOS DE BASILEIA.....	195
3.1. INTRODUÇÃO	195
3.2. A REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO ENTRE 1994 E 2011	195
<i>Transformações do sistema bancário pós-1994</i>	<i>197</i>
<i>Mudanças regulatórias.....</i>	<i>205</i>
<i>Privatização dos Bancos Públicos.....</i>	<i>209</i>
<i>Indicadores do segmento</i>	<i>212</i>
3.3. A IMPLANTAÇÃO DOS ACORDOS DE BASILEIA NO BRASIL	228
<i>Basileia I.....</i>	<i>230</i>
<i>Basileia II</i>	<i>232</i>
<i>Basileia III.....</i>	<i>245</i>
<i>Âmbito de aplicação dos Acordos de Basileia no Brasil</i>	<i>250</i>
3.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	251
CONCLUSÕES	259
REFERÊNCIAS	269

INTRODUÇÃO

Como decorrência das transformações econômicas ocorridas na economia mundial a partir da década de 1970, o tema *regulação bancária prudencial* foi gradativamente ganhando prioridade na agenda de reformas da comunidade financeira internacional. Após anos de discussão no âmbito do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, parte integrante do Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements – BIS*), formou-se entre as nações mais desenvolvidas o consenso necessário para desencadear um processo multilateral de elaboração de um novo padrão internacional de regulação bancária prudencial.

Em 1988, o Comitê de Basileia divulgou um documento sintetizando o consenso alcançado. Esse documento, intitulado “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*” e conhecido por Basileia I, trouxe uma mudança significativa no antigo método de regulação bancária prudencial, substituindo o foco em liquidez pela exigência de manutenção de determinado nível mínimo de capital regulatório calculado a partir de ativos ponderados pelo risco.

Basileia I trouxe expressamente como objetivos a redução das fontes de desigualdade competitiva entre os grandes bancos de atuação internacional e a melhoria da solidez e da estabilidade do sistema bancário internacional. Apesar dos dois objetivos serem apresentados em aparente igualdade de importância, a análise mais detalhada do documento revela claramente que o primeiro objetivo sobrepunha-se ao segundo, constituindo-se no grande elemento motivador da elaboração do primeiro Acordo de Capitais de Basileia. À época, o fato dos grandes bancos norte-americanos estarem obrigados a manter níveis de capital regulatório superiores aos exigidos de seus concorrentes internacionais foi um importante fator motivador para a elaboração de um acordo que padronizasse as condições de concorrência dos bancos internacionalmente ativos. Essa exigência específica sobre os bancos dos EUA era vista como uma fonte de distorção nas condições de concorrência entre os grandes bancos de atuação internacional.

Embora tenha sido a regulação dos grandes bancos internacionalmente ativos a razão principal para a elaboração do Acordo de 1988, Basileia I acabou ganhando uma dimensão inesperada ao ser alçado à categoria de novo paradigma mundial de regulação bancária prudencial, aplicável a bancos de diferentes portes (grandes, médios e pequenos) e, inclusive, a bancos de atuação exclusivamente nacional.

Desde o início, foram percebidas várias limitações em Basileia I que, somadas às crises financeiras dos países emergentes na segunda metade dos anos 1990, levaram o Comitê de Basileia a propor uma ampla reformulação das regras, iniciando, assim, as tratativas para a elaboração de um novo acordo. Após um longo processo de discussão, a versão final do segundo Acordo de Capitais, conhecido por Basileia II, foi publicada em junho de 2004.

Basileia II foi concebido de forma a apoiar-se em três grandes pilares: requerimentos mínimos de capital (Pilar 1), processo de revisão pela supervisão (Pilar 2) e disciplina de mercado (Pilar 3). A grande estratégia do Comitê de Basileia foi buscar aproximar a regulação bancária prudencial às práticas de mercado, substituindo os mecanismos regulatórios anteriores de caráter eminentemente estatal por um novo modelo em que a autorregulação dos mercados exerceria papel de destaque. Essa estratégia levou alguns especialistas a chamar esse modelo de “autorregulação supervisionada”. Buscou-se, assim, promover um mecanismo de regulação prudencial baseado no conceito de “capital regulatório”, claramente inspirado nos modelos internos de cálculo de “capital econômico”, que estavam sendo desenvolvidos pelos grandes bancos internacionais para fins de gestão interna de risco e precificação de produtos e serviços.

No entanto, na segunda metade da década de 2000, o mundo presenciou o desenrolar da maior crise financeira desde a Grande Depressão, com grandes impactos, inclusive, sobre o setor real das economias. O aumento da inadimplência em um segmento específico do mercado norte-americano de hipotecas, o chamado segmento *subprime*, foi o estopim de uma crise financeira internacional de grandes proporções, equiparada aos eventos financeiros desencadeados com a quebra da bolsa de Nova York em 1929, apesar dos efeitos sobre a economia real não terem sido de mesma magnitude.

Do ponto de vista do pensamento econômico, os fenômenos observados durante a crise financeira internacional de 2007-2008 fizeram ressurgir na mídia especializada o interesse pelas ideias de Keynes e de outros autores não convencionais, após três décadas de aprofundamento da dominância do arcabouço teórico neoliberal, sobre o qual se desenvolveu o processo de globalização, desregulamentação e liberalização das finanças em escala mundial. Durante os momentos mais dramáticos da crise de 2007-2008, em face da incapacidade da teoria convencional de explicar os acontecimentos, parte da mídia econômica passou a sugerir que as leituras de John Maynard Keynes, bem como de Hyman Minsky, seriam muito valiosas a fim de se entender a dinâmica econômica do mundo atual. Especialmente em relação a Minsky, a repercussão de sua abordagem teórica levou alguns a referirem-se à crise de 2007-2008 como “*Minsky moment*”. Nesse sentido, Wray (2009; 2011), de forma um tanto irônica, propôs que, em vez de “momento”, seria preferível chamá-la de “*Minsky half century*”, em alusão ao fato de que, de acordo com a teoria de Minsky, a crise financeira internacional de 2007-2008 não seria apenas um evento pontual. Mais adequado seria entendê-la como o desdobramento de um processo que tem suas raízes no pós-guerra, portanto há mais de meio século. Seria possível acrescentar, ainda, que as ideias de Minsky representam, há praticamente meio século, não apenas uma explicação tópica e circunscrita a uma situação econômica em que os mercados são levados ao pânico financeiro, mas sim um modelo teórico com grande potencial explicativo para os fenômenos econômicos de uma sociedade capitalista moderna e financeiramente avançada. Entretanto, analisar a crise financeira internacional de 2007-2008 sob o enfoque de Minsky requer que seja tomado o devido cuidado no sentido de preservar a originalidade e o contexto histórico-institucional de suas ideias. Mesmo se fazendo as ressalvas necessárias, o arcabouço teórico minskyano revela-se um importante guia teórico ao se tentar formular um modelo conceitual para o entendimento dos fenômenos econômicos de um mundo marcado pela dominância da esfera financeira sobre a dinâmica das economias.

Do ponto de vista do novo padrão de regulação bancária prudencial que estava sendo implantado em todo o mundo, a crise financeira internacional de 2007-2008 afetou de forma bastante significativa a confiança em Basileia II. A quebra de grandes instituições bancárias internacionais, bem como o socorro estatal que impediu a insolvência de muitas outras

instituições, levou à percepção de que o novo paradigma de regulação dos mercados bancários internacionais deveria ser revisto. Na contramão da opinião corrente, alguns defensores chegaram a argumentar que a crise não poderia ser atribuída a Basileia II uma vez que o referido acordo não estava plenamente implantado por ocasião da crise. Contudo, o fato de grande parte dos bancos afetados serem justamente os mais avançados em termos de modelos internos para cálculo de risco e alocação de *capital econômico* e *regulatório* difundiu, entre a comunidade financeira internacional e o público em geral, a percepção de que Basileia II apresentava sérias deficiências.

Nesse sentido, cabe destacar o simbólico testemunho de Allan Greenspan, ex-presidente do FED, perante o Congresso dos EUA, em 23 de agosto de 2008. Referindo-se à crise financeira de 2007-2008, Greenspan admitiu ter superestimado a capacidade dos mercados financeiros liberalizados de autorregularem-se e não haver percebido, até então, a possibilidade da desregulamentação desencadear tamanhas forças destrutivas sobre a economia. Nesse sentido, Greenspan (Davidson, 2009, pp. 1-2) declarou:

This crisis, however, has turned out to be much broader than anything I could have imagined....those of us who had looked to the self interest of lending institutions to protect shareholder's equity (myself especially) are in a state of shocked disbelief.... In recent decades, a vast risk management and pricing system has evolved, combining the best insights of mathematicians and finance experts supported by major advances in computer and communications technology. A Nobel Prize [in economics] was awarded for the discovery of the [free market] pricing model that underpins much of the advance in [financial] derivatives markets. This modern risk management paradigm held sway for decades. The whole intellectual edifice, however, [has] collapsed.

Passada a fase mais aguda das críticas a Basileia II, a resposta do Comitê de Basileia foi a formulação, em 2010, de um novo conjunto de reformas no padrão internacional de regulação bancária prudencial. Essas reformas foram apresentadas pelo Comitê como um novo acordo de capitais: Basileia III. É importante destacar que o texto do acordo de Basileia III afirma que as novas regras não substituem, mas apenas complementam as regras de Basileia II. Nesse sentido, as regras previstas no terceiro Acordo de Capitais de Basileia foram concebidas para se somarem às regras de Basileia II. Apenas em casos específicos, as regras de Basileia III substituem as regras de Basileia II. Assim, seria mais adequado referir-se à atual estratégia

internacional de regulação bancária prudencial como Basileia II+III, em vez de simplesmente Basileia III.

Apesar da alegada complementaridade entre os acordos, cabe ressaltar que Basileia III traz alguns instrumentos de regulação prudencial que divergem razoavelmente da lógica dos dois acordos anteriores. É importante destacar que a grande inovação do primeiro Acordo de Capitais de Basileia, que foi seguida e aprofundada por Basileia II, foi substituir o antigo foco da regulação prudencial em liquidez por um modelo centrado na alocação de capital regulatório a partir de ativos ponderados pelo risco. Consolidou-se, desta forma, a crença de que a exigência de determinados montantes de recursos próprios nas instituições bancárias (provisões, de um lado, e capital regulatório, de outro) seria suficiente para fazer frente a eventos de perdas esperadas (provisões) e de perdas não esperadas (capital regulatório), com grande grau de segurança (intervalos de confiança bastante elevados).

Por seu lado, a grande novidade do terceiro Acordo de Basileia foi o abandono do “caminho único” com a criação de dois índices de liquidez e um de alavancagem, os quais não se baseiam no método de alocação de capital a partir de ativos ponderados pelo risco. O que chama a atenção é que o uso de índices de liquidez remete à lógica de regulação prudencial anterior ao primeiro Acordo de Capitais de Basileia, de 1988.

Tendo esse panorama em vista, o objetivo deste trabalho de pesquisa é identificar e analisar os canais por meio dos quais o segundo e o terceiro Acordos de Basileia poderiam influenciar o processo de reestruturação do sistema bancário em curso no Brasil nas duas últimas décadas. Pretende-se analisar esses potenciais impactos a partir de dois planos: no plano da estrutura de mercado e no plano da solidez do sistema.

Do ponto de vista da estrutura de mercado, a hipótese a ser investigada é que os Acordos de Basileia não são neutros em relação às condições de concorrência interbancária, favorecendo os grandes bancos em detrimento dos médios e pequenos.

No plano da solidez do sistema bancário, a hipótese é que os Acordos de Basileia, em seu formato atual, não são suficientes para garantir a solidez do sistema em

momentos de crise financeira, tendo em vista o processo de fragilização financeira inerente ao funcionamento das economias capitalistas modernas e financeiramente avançadas. Além disso, pretende-se investigar a razão dos agentes privados encararem os Acordos de Basileia como elementos fundamentais para a solidez do sistema financeiro a despeito das evidências em contrário observadas, especialmente, durante a crise financeira internacional de 2007-2008. A hipótese a ser investigada neste caso é de que, em um mundo marcado pela presença de incerteza fundamental não redutível a risco, os agentes adotam certas “*práticas sociais*” redutoras de incerteza, tais como *convenções*, como âncoras para suas decisões. Mesmo reconhecendo as limitações do atual padrão internacional de regulação bancária prudencial, a racionalidade por trás da adoção dos Acordos de Basileia estaria associada a essas “*práticas sociais*”.

O trabalho está organizado em três capítulos, além desta introdução e da conclusão. No primeiro capítulo é apresentado o arcabouço teórico que embasa o desenvolvimento deste estudo. Para tanto, são apresentados elementos fulcrais do programa de pesquisa de autores de tradição keynesiana e pós-keynesiana e do conceito de economia monetária de produção, sobretudo da contribuição de Minsky ao entendimento da dinâmica das economias capitalistas financeiramente avançadas. Além disso, é analisado mais detalhadamente o processo de racionalidade econômica dos agentes capitalistas em face de um mundo não ergódico marcado pela presença da incerteza fundamental. Dá-se especial destaque à racionalidade por trás do uso de *práticas sociais* redutoras de incerteza, tais como as *convenções*.

O segundo capítulo está dividido em dois grandes blocos. O primeiro é dedicado a analisar o papel dos bancos em uma economia monetária de produção, bem como a necessidade de uma *regulação bancária prudencial* exercida pelo Estado. O segundo bloco é dedicado à análise da atual estratégia internacional de regulação bancária prudencial: os Acordos de Capitais de Basileia. Nesse bloco, além da apresentação formal do segundo Acordo de Basileia e da análise de seus potenciais impactos sobre a concorrência interbancária, são apresentadas as principais críticas sobre sua eficácia, dando destaque à forma como a crise financeira internacional de 2007-2008 evidenciou as limitações em relação ao objetivo de assegurar a solidez e estabilidade dos sistemas bancários. Em seguida, analisa-se a resposta do

Comitê de Basileia às deficiências apontadas a partir da crise financeira internacional de 2007-2008, materializada em um conjunto de reformas representado por Basileia III.

No terceiro capítulo é analisado o processo de reestruturação bancária no Brasil, tomando-se como marco inicial a implantação do processo de estabilização monetária em 1994. O objetivo desse bloco é identificar tendências no processo de reestruturação que possam ser afetadas ou reforçadas pela adoção dos Acordos de Basileia. O capítulo também é destinado a apresentar a forma como Basileia II e Basileia III estão sendo implantados no Brasil, buscando identificar suas peculiaridades tendo em vista as especificidades institucionais do país.

Por fim, a título de conclusão, busca-se analisar como a adoção dos Acordos de Basileia pode afetar o processo de reestruturação do sistema bancário brasileiro e como esse novo padrão de regulação bancária prudencial pode tornar o sistema bancário nacional mais resistente a crises. Nesse sentido, a análise dá especial destaque à forma como as condições de concorrência entre grandes bancos, de um lado, e bancos médios e pequenos, de outro, podem ser afetadas.

1. DINÂMICA DE UMA ECONOMIA MONETÁRIA

1.1.Introdução

O objetivo deste primeiro capítulo é apresentar os elementos mais importantes que integram o arcabouço conceitual que se entende mais apropriado para analisar o tema regulação bancária prudencial.

Assume-se que não é adequado discutir regulação bancária sem antes exteriorizar os pressupostos teóricos mais gerais que norteiam a análise. Um determinado padrão de regulação bancária prudencial pode ser intrinsecamente coerente e consistente com as premissas de determinada *visão de mundo*, no sentido schumpeteriano da expressão. No entanto, esse modelo de regulação prudencial pode desencadear consequências inesperadas ao ser aplicado à realidade na medida em que o arcabouço teórico no qual se baseia não seja razoavelmente adequado para representar o mundo real.

É natural que a análise teórica de qualquer objeto de estudo requeira certas simplificações em relação à realidade. No campo de estudo das ciências sociais, não é possível apreender toda a complexidade do mundo real em um modelo conceitual manejável pelo analista. A análise teórica requer necessariamente certo grau de simplificação e abstração. No entanto, a simplificação excessiva da realidade é um dos principais problemas a ser evitado, mesmo que o intuito seja o de tornar possível a utilização de determinado instrumental analítico. O uso de certas ferramentas pode até permitir o desenvolvimento de uma análise teórica mais elegante e formalizada, como a adotada nas ciências naturais. No entanto, se para a utilização desse instrumental for necessário uma demasiada simplificação do objeto de análise, entende-se mais adequado priorizar a relevância da teoria produzida mesmo que em detrimento da elegância formal da análise realizada.

Tendo isso em vista, assume-se no presente estudo que a teoria neoclássica não é a mais apropriada para analisar a dinâmica de economias capitalistas. A excessiva simplificação

de seus axiomas torna a teoria produzida não muito adequada para compreender o mundo em que vivemos. A esse respeito cabe observar que os eventos presenciados durante a crise financeira internacional de 2007-2008 representam novas evidências da inadequação desse arcabouço teórico. A *hipótese dos mercados eficientes*, largamente utilizada nos modelos neoclássicos, foi mais uma vez posta em xeque pelas evidências observadas durante a crise. O inusitado é que agora um dos porta-vozes mais simbólicos dessa escola de pensamento econômico, o ex-presidente do FED, Allan Greenspan (Davidson, 2009, pp. 1-2), confessou expressamente sua perplexidade perante a incapacidade da teoria convencional tratar os fenômenos observados.

Optou-se, assim, por utilizar um arcabouço teórico que se entende mais apropriado a analisar a dinâmica das economias capitalistas financeiramente avançadas. Esse arcabouço é formado majoritariamente pelas contribuições teóricas de Keynes, Minsky e outros autores de tradição keynesiana, bem como por contribuições de outros teóricos não convencionais, destacadamente Schumpeter.

Seguindo a metodologia histórico-institucional utilizada por Minsky, reconhecidamente um dos mais importantes teóricos *pós-keynesianos*¹, entende-se que o estudo deve partir da contextualização histórica do objeto de análise, identificando suas principais características, para, em seguida, fazer as abstrações necessárias para o manejo analítico dos fenômenos estudados.

Assim, o presente capítulo começa com a apresentação do processo de globalização financeira, que se desenvolve a partir do desmantelamento do acordo de Bretton Woods e que se consolidou durante a década de 1980. Nesse sentido, são analisadas as principais transformações que a globalização financeira trouxe para a dinâmica das economias capitalistas avançadas, bem como um de seus principais atributos: a financeirização.

O passo seguinte é discutir como, em um ambiente não ergódico, marcado pela presença da incerteza fundamental, não apreensível por meio do cálculo probabilístico, os agentes tomam suas decisões. Partindo-se de uma análise em que se detalha a noção de incerteza, o

¹ Neste trabalho, o termo “pós-keynesiano” é usado para se referir à linha de pesquisa tratada no item 1.4.

objetivo é apresentar um conceito de racionalidade mais apropriado à forma como os agentes econômicos tomam suas decisões em uma economia capitalista, em que a presença da incerteza fundamental é característica essencial. Nesse contexto, são destacadas certas “*práticas sociais*” que atuam como redutoras de incerteza, tais como instituições formais (p.ex., contratos) e informais (p.ex., convenções).

Em seguida, parte-se para a apresentação dos elementos mais importantes do arcabouço teórico a ser utilizado para tratar da dinâmica de uma economia capitalista a partir desse contexto histórico-institucional. Nesse sentido, é apresentada a *visão de mundo* desenvolvida por Keynes em seus escritos, em especial em sua obra mais importante, a *Teoria Geral* (Keynes, 1936). Como síntese dessa *visão de mundo* keynesiana, apresenta-se o conceito de *economia monetária de produção*, dando-se especial destaque à teoria keynesiana da preferência pela liquidez, cujo entendimento torna-se essencial para a compreensão do processo de processo de precificação de ativos nesse tipo de economia.

Por fim, termina-se o capítulo apresentando a teoria da *Hipótese de Instabilidade Financeira* (HIF) de Minsky como o modelo teórico mais apropriado para compreender a dinâmica das economias monetária de produção, especialmente o processo de fragilização financeira, responsável pelas flutuações cíclicas do emprego, da renda e do produto observadas nessas economias.

1.2. Globalização Financeira

As últimas décadas foram marcadas por um conjunto de importantes mudanças, em termos qualitativos, do sistema capitalista, analisado por vários autores por meio do conceito de *globalização financeira* (Chesnais, 1996; Plihon, 1995; Carneiro, 1999; Prates, 2002). Esse processo de mudanças, que se consolidou nos anos 1980, teria suas raízes nas décadas de 1960 e 1970, com o surgimento do mercado de euromonedas (Euromercado), de um lado, e o colapso do acordo de Bretton Woods, de outro.

O surgimento do Euromercado, no início dos anos 1960, representa um símbolo desse processo. O mercado de euromoedas foi fruto de importantes inovações financeiras adotadas por instituições bancárias em busca de novas oportunidades de lucro, desvencilhando-se, assim, das fortes restrições colocadas pela regulação vigente. Esse evento representou o começo de uma fase de grandes transformações na configuração e na dinâmica de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional. Mais à frente, no início dos anos 1970, o mercado de euromoedas teve um papel especial nos ataques especulativos contra o dólar e no consequente dismantelamento do acordo de Bretton Woods.

O Euromercado foi estruturado a partir de operações de depósitos e empréstimos bancários realizados em um sistema bancário supranacional que se desenvolveu na Europa, tendo Londres como a principal praça financeira e o dólar como a moeda de referência. A busca incessante por maiores lucros levou as grandes instituições bancárias a aproveitarem as oportunidades representadas, de um lado, pelos crescentes déficits de balanço de pagamentos dos EUA, que fomentavam a liquidez internacional e, de outro, pelas restrições regulatórias nacionais (como, por exemplo, as restrições concorrenciais e os tetos de juros nos EUA), que limitavam as oportunidades de lucro dos agentes privados. Inovações tecnológicas na área de informática e telecomunicações – que permitiram, por exemplo, o desenvolvimento de redes internacionais de computadores para a realização de transações financeiras entre países, tais como o sistema SWIFT e o sistema CHIPS – facilitaram a movimentação de recursos entre praças financeiras situadas em diferentes países, representando, assim, um importante impulso para o fortalecimento do mercado de euromoedas. Funcionando de forma paralela aos sistemas bancários nacionais, mas sem estar submetido às restrições regulamentares vigentes nesses países, o Euromercado tornou-se, ao longo do tempo, uma importante fonte de recursos para os movimentos especulativos. Nesse sentido, os ataques contra o dólar em março de 1968, em julho de 1971 e em março de 1973 foram amplificados pela liquidez disponibilizada por esse mercado, fator determinante para o colapso do regime de taxas fixas de câmbio no início de 1973 (Guttman, 2008).

De acordo com Chesnais (1996), a globalização financeira pode ser dividida em três grandes etapas. A primeira, transcorrida entre 1960 e 1979, seria marcada por um processo

de internacionalização financeira indireta e limitada, bem como pela coexistência com sistemas monetários e financeiros relativamente fechados e estritamente regulamentados (Prates, 2002, p. 84). Destacar-se-iam, nesse período, o surgimento e desenvolvimento do mercado de euromoedas e de centros financeiros *off-shore*, símbolos do processo de internacionalização das finanças. Esses eventos seriam, em grande medida, decorrências das restrições domésticas norte-americanas aos fluxos de capitais, na medida em que essas restrições representariam limites às instituições bancárias em seu processo de busca incessante por formas de valorização da riqueza. O desenvolvimento de um mercado financeiro internacional que estivesse à margem da regulação das autoridades monetárias nacionais representaria, nesse sentido, novas oportunidades de lucro para as instituições financeiras.

A segunda etapa da globalização financeira teria início em 1979, com o choque de taxas de juros promovido pelos Estados Unidos, e iria até 1986, com a liberalização dos mercados financeiros nos países centrais. O choque das taxas de juros domésticas dos EUA em 1979 representou o começo da retomada da hegemonia norte-americana. Associada a essa medida, os Estados Unidos e a Inglaterra seriam os responsáveis por liderar a implantação de políticas de desregulamentação e liberalização financeiras, que gradativamente se disseminariam entre os demais países desenvolvidos. Esse seria o momento de consolidação da globalização financeira e desenvolvimento do modelo de finanças liberalizadas e securitizadas vigente até os dias atuais.

Por fim, a terceira etapa, que teria início em 1986, seria marcada pela abertura e desregulamentação das bolsas de valores dos países centrais, pelo desenvolvimento da securitização dos ativos financeiros, pela generalização das operações fora de balanço, pelo forte crescimento dos derivativos de balcão, bem como pela crescente permeabilidade da fronteira entre os mercados de crédito e de capitais. Esse período também seria marcado pela incorporação dos chamados *mercados emergentes* no processo de globalização financeira.

Segundo Prates (2002, p. 69), a *globalização financeira* é caracterizada pela eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, bem como pela interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos

mercados internacionais. Nesse sentido, o processo de globalização contaria com dois grandes vetores: a liberalização financeira, na esfera nacional, e a crescente mobilidade de capitais, na esfera internacional. Desta forma, a globalização financeira seria um importante determinante da dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, o qual passou a ser influenciado de forma decisiva pela lógica de funcionamento de mercados de capitais liberalizados, líquidos e profundos.

De acordo com Plihon (1995), a *globalização financeira* representou a instauração de um mercado unificado do dinheiro em âmbito planetário. Nesse sentido, as empresas industriais e financeiras passaram a poder tomar empréstimos ou aplicar seus recursos sem limites, onde e quando quisessem, recorrendo a todos os instrumentos financeiros existentes. O sistema financeiro internacional tornou-se, assim, um mercado único, caracterizado por uma dupla unidade: de lugar, uma vez que as diversas praças são cada vez mais interconectadas graças às tecnologias de informática e comunicações, e de tempo, uma vez que sistema funciona continuamente, vinte e quatro horas por dia, nas praças do Oriente, Europa e América do Norte. O autor observa, ainda, que a globalização gerou o fenômeno de “*descompartimentalização dos mercados*”, na medida em que as fronteiras entre diferentes mercados, até então segregados, foram abolidas. Não só os mercados nacionais foram abertos para o exterior, mas também, dentro deles, os compartimentos existentes foram eliminados: mercado monetário (dinheiro de curto prazo), mercado financeiro (capitais de prazo mais longo), mercado cambial (intercâmbio das moedas entre si), mercados a prazo etc.

O acordo de Bretton Woods, que vigorou desde o final da II Guerra Mundial até o início dos anos 1970, foi erguido sobre um regime de taxas de juros baixas e de taxas de câmbio fixas (mas ajustáveis), tendo o dólar conversível em ouro como a moeda de reserva internacional. Adicionalmente, esse regime foi marcado pela presença de uma regulação fortemente restritiva dos sistemas bancários nacionais, tais como delimitações de espaços regionais para a atuação dos bancos em âmbito doméstico, restrições para a movimentação de capitais e limites para as taxas de juros. Relativamente à regulamentação dos EUA, cabe mencionar o *Glass-Steagall Act*, o *Banking Act*, o *McFadden Branch Banking Act* e a

Regulamentação Q, que não só delimitavam os espaços de atuação dos bancos comerciais e dos bancos de investimento, como colocavam limites para as taxas de juros (Prates, 2002, p. 87).

Além das fortes restrições regulatórias, durante a vigência do acordo de Bretton Woods, o financiamento das atividades produtivas dava-se em grande medida por meio do crédito bancário, apesar de diferenças significativas em países como EUA e Inglaterra, que sempre tiveram sistemas financeiros marcados por um peso maior dos mercados de capitais, relativamente aos países da Europa continental e Japão, mais centrados na figura do crédito bancário.

Paralelamente ao colapso do acordo de Bretton Woods, do ponto de vista do crescimento econômico e da dinâmica de preços nas economias dos países centrais, a década de 1970 também foi marcada pela emergência de uma situação inusitada no pós-guerra: a combinação de taxas de crescimento muito baixas aliadas a um aumento generalizado de preços, gerando um novo fenômeno econômico para a época, a *estagflação*. Além do desmantelamento do acordo de Bretton Woods e do surgimento da *estagflação*, os anos 1970 foram palco de grandes choques de preços, especialmente dos choques do petróleo de 1973 e 1979, que representaram um importante estímulo à dinâmica inflacionária do período.

Nesse cenário de crise e aumento das incertezas, as políticas econômicas do pós-guerra, inspiradas no keynesianismo ortodoxo da síntese neoclássica, já não surtiam os efeitos esperados. Como forma de combate à inflação e sob a influência das ideias monetaristas, o governo norte-americano pôs em prática, ao final dos anos 1970, uma política monetária cujo foco passou a ser o controle dos agregados monetários. Como consequência dessa política, houve um aumento acentuado das taxas de juros, o qual, ao mesmo tempo em que possibilitou o fortalecimento do papel do dólar como moeda de reserva internacional, levou os países endividados do terceiro mundo à crise da dívida nos anos 1980. Foi nesse contexto de crise econômica e de crise das políticas de inspiração keynesiano-ortodoxa que ressurgiu com força a doutrina do livre-mercado, movimento capitaneado por Ronald Reagan nos EUA e Margaret Thatcher na Inglaterra. No bojo desse movimento liberalizante, desenvolve-se internacionalmente

um amplo programa de desregulamentação dos mercados financeiros, de liberalização dos fluxos de capitais e de privatizações.

Segundo Prates (2002, p. 71), as características essenciais que configuram o sistema monetário e financeiro em cada período são a forma da moeda internacional, o regime de câmbio e o grau de mobilidade de capitais. Por sua vez, as diferentes combinações entre regime de câmbio e grau de mobilidade de capitais condicionam o grau de autonomia das políticas econômicas nacionais. A partir dessa perspectiva, a autora analisa a emergência do novo sistema monetário e financeiro internacional após o colapso do acordo de Bretton Woods, identificando quatro características fundamentais: (a) o fim da conversibilidade do dólar em ouro, dando espaço à consolidação do dólar fiduciário como a moeda-chave do sistema; (b) a substituição do antigo regime de taxas fixas de câmbio por um regime cambial flexível, marcado por taxas flutuantes; (c) a livre mobilidade dos fluxos internacionais de capitais; (d) a dimensão hierárquica e assimétrica entre as moedas dos países centrais e aquelas dos países periféricos. A respeito dessa última característica, cabe destacar que a hierarquia e assimetria entre as moedas seriam responsáveis, em última instância, por determinar distintas condições, potencialidades e graus de liberdade entre as diversas economias nacionais.

A posição da moeda norte-americana como moeda-chave do sistema monetário pós Bretton Woods seria decorrência direta do poder financeiro dos EUA e de decisões de política econômica tomadas por aquele país. Adicionalmente, a posição do dólar no cenário internacional seria um desdobramento da importância das instituições financeiras dos Estados Unidos e da dimensão de seu mercado doméstico. De acordo com Tavares (1997), a política do “dólar forte”, inaugurada com o choque de taxas de juros em 1979, associada ao processo de desregulamentação e liberalização financeiras, posto em andamento a partir do final dos anos 1970, foi determinante para a retomada da hegemonia norte-americana, após uma década de crescente contestação da posição do dólar como a moeda-chave do sistema, reflexo da fragilização da liderança tecnológica e comercial da economia dos Estados Unidos.

Como alerta Prates (2002, p. 73), um condicionante adicional do choque de juros de 1979 foi a necessidade de financiamento dos crescentes *déficits gêmeos* dos EUA

(déficits público e de transações correntes). Nesse contexto, a política do “dólar forte” e a necessidade de crescente financiamento dos déficits norte-americanos provocaram uma modificação radical na direção dos fluxos internacionais de capitais a partir do início dos anos 1980. Fruto dessas transformações, os EUA, que até então eram o principal credor internacional, tornaram-se o principal devedor líquido mundial. Em contrapartida, a dívida interna americana transformou-se no principal ativo financeiro demandado pelos investidores internacionais enquanto reserva de valor.

Além dos Estados Unidos, a consolidação de um ambiente internacional de livre mobilidade de capitais também era de interesse de outros países centrais. Para a Inglaterra, o desenvolvimento de um mercado financeiro internacional liberalizado das amarras da regulação e dos controles domésticos mostrava-se fundamental para reforçar a posição de Londres como grande centro financeiro internacional. Desde a década de 1960, o desenvolvimento do mercado de euromonedas apoiava-se em grande medida nas instituições financeiras situadas na cidade de Londres. Do ponto de vista do Japão, um sistema financeiro internacional baseado na livre mobilidade de capitais seria funcional na medida em que facilitaria a reciclagem de seus grandes superávits comerciais. Nesse sentido, a autora procura destacar que os principais determinantes para a consolidação, a partir dos anos 1980, de um ambiente internacional de livre mobilidade de capitais decorreram de decisões de política adotadas pelos países centrais.

Adicionalmente, cabe observar que as políticas de desregulamentação financeira e da conta de capital implantadas pelos EUA e Inglaterra na segunda metade nos anos 1970 desencadearam um processo de *desregulamentação competitiva* entre as demais nações desenvolvidas. Em função das fortes pressões competitivas desencadeadas pelas medidas liberalizantes adotadas por EUA e Inglaterra, os demais países centrais foram levados a adotar políticas semelhantes ao longo dos anos 1980, contribuindo de forma decisiva para o surgimento de um sistema financeiro internacional baseado na livre mobilidade de capitais.

Como já observado, no sistema monetário e financeiro internacional que se consolida nos anos 1980, o dólar desempenha um papel central. Nesse sentido, Prates (2002, p. 77) destaca:

O dólar, enquanto moeda financeira, torna-se referência obrigatória na medida em que a dívida pública americana expande-se, convertendo-se em principal ativo financeiro demandado enquanto reserva de valor da riqueza financeira global. Num primeiro momento, no contexto da política do “dólar forte”, a dívida interna americana passa a servir de lastro ao mercado financeiro de *Wall Street* e converte-se em dívida externa mediante sua absorção pelos investidores estrangeiros. Em seguida, na segunda metade dos anos 80, diante da forte desvalorização do dólar após os acordos do Plaza e do Louvre, e da baixa da taxa de juros americana, os títulos da dívida pública americana deixam de servir somente como ativos de rentabilidade primária, passando a ser utilizados para lastrear o movimento de securitização generalizada, que se desenvolve vertiginosamente após 1985. A presença “obrigatória” do dólar, em ao menos uma das pontas de todas as operações de securitização e arbitragem nos principais mercados de derivativos na década de 90, afirma definitivamente a posição dominante da moeda americana nos mercados financeiros globalizados. Nesses mercados, a denominação em dólar nas operações plurimonetárias cumpre três funções primordiais para o capital internacional: fornece liquidez instantânea em qualquer mercado; garante segurança nas operações de risco; e serve como unidade de conta da riqueza financeira virtual, presente e futura. Ou seja, o dólar passa a cumprir o papel de moeda financeira de origem pública, capaz de cumprir o papel de securitização e de denominador comum da riqueza financeira global.

Além disso, conforme já mencionado, a autora ressalta uma segunda mudança fundamental na natureza do dólar: o fim da conversibilidade em ouro. Desta forma, a nova natureza fiduciária da moeda norte-americana proporcionou um grau de autonomia de política praticamente total aos EUA, enquanto país emissor da moeda-chave internacional. Nesse sentido, Prates (2002, p. 79) observa:

Nesse contexto, a gestão da política monetária americana e, assim, as variações da taxa de juros básica do sistema, que influenciam decisivamente a direção dos fluxos internacionais de capitais, passam a depender estreitamente do ciclo econômico doméstico. Ao mesmo tempo, ao se libertar das “amarras” da conversibilidade, em última instância, ao ouro, os Estados Unidos pôde incorrer em déficits comerciais recorrentes, o que resultou em outra especificidade do sistema monetário internacional após Bretton Woods: o caráter devedor líquido do país emissor da moeda-chave.

O fato da política monetária norte-americana também estar subordinada à necessidade de rolagem da dívida pública interna, bem como de procurar dar sustentação ao valor do dólar, dado seu papel de moeda-chave internacional, adiciona novas fontes de instabilidade ao sistema. Logo, eventuais inconsistências entre os objetivos internos e externos da política econômica norte-americana, como aqueles presentes por ocasião do choque de juros em 1979, passaram a agravar as incertezas associadas à trajetória das taxas de juros e de câmbio dos EUA, que por sua vez gerou forte impacto sobre os demais países centrais e periféricos.

Assim, a nova configuração do sistema monetário e financeiro internacional, baseada no dólar flexível, financeiro e fiduciário, bem como em um regime de câmbio flutuante e na livre mobilidade de capitais, passa a ser marcada por uma forte instabilidade, aumentando significativamente o grau de incerteza em relação às trajetórias dos preços-chave do sistema: as taxas de câmbio e de juros. Desta forma, Prates (2002, p. 79) ressalta que o regime de câmbio flutuante em um contexto de livre mobilidade de capitais não resultou em uma maior estabilidade das taxas de câmbio e na eliminação dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos, como sustentavam os monetaristas no final da década de 1960, mas sim em uma extrema volatilidade das taxas de câmbio e de juros. Essa maior incerteza, por seu lado, estimulou a especulação nos mercados de câmbio, bem como os fluxos de capitais voláteis de curto prazo, os quais, por sua vez, retroalimentavam a volatilidade dos mercados de divisas. Além disso, a não convergência das taxas de juros, somada às flutuações das taxas de câmbio, tornaram ainda mais imprevisíveis as trajetórias das taxas de juros domésticas.

Esse ambiente de maior incerteza quanto à trajetória das taxas de câmbio e de juros representou um forte estímulo ao surgimento e desenvolvimento dos mercados de derivativos financeiros. O crescente anseio por proteção dos agentes econômicos que atuavam no mercado monetário e financeiro internacional (grandes empresas multinacionais e instituições financeiras) gerava oportunidades lucrativas a partir da introdução de inovações financeiras que proporcionassem instrumentos de *hedge* contra as variações das taxas de câmbio e de juros.

Aproveitando-se dessas oportunidades, bem como dos avanços tecnológicos em informática e telecomunicações, os mercados de derivativos financeiros surgem e desenvolvem-

se rapidamente. No entanto, esses mercados não comercializavam apenas proteção. Eles mesmos tornaram-se espaços de especulação, trazendo novas fontes de instabilidade para o sistema. Esse duplo e ambíguo caráter dos mercados de derivativos financeiros é analisado por Farhi (1998, p. 262), que destaca que, embora a instabilidade estrutural do sistema não tenha sua origem nos mercados de derivativos, esses mercados vivem e alimentam-se dela, podendo potencializá-la e agravá-la, tendo o potencial, inclusive, de desencadear crises de graves proporções.

Prates (2002, p. 82) acrescenta, ainda, que outra consequência desse ambiente de maior grau de incerteza, inerente à nova estrutura do sistema monetário e financeiro internacional, é um aumento estrutural da preferência pela liquidez por parte dos agentes que atuam nesses mercados. Conforme será discutido no tópico referente à *Teoria da Preferência pela Liquidez*, em face da maior percepção de incerteza, Keynes (1936) sustenta que os agentes tendem a valorizar o atributo de liquidez dos ativos nos quais alocam sua riqueza. Logo, se a globalização financeira levou a um aumento estrutural do grau de incerteza do sistema monetário e financeiro internacional, seria razoável esperar que o processo levasse a uma elevação estrutural do grau de preferência pela liquidez por parte dos agentes econômicos.

Diversos teóricos da economia não convencional sustentam que o processo de mudanças ocorrido nas últimas décadas teria redundado no surgimento de uma nova modalidade de funcionamento do sistema capitalista contemporâneo (Guttman, 2008, p. 12). Entre esses autores, Aglietta (2004) atribui a esse processo a denominação de “*capitalismo patrimonial*”. Guttman & Plihon (2008), por seu lado, chamam essa nova modalidade de funcionamento do sistema de “*capitalismo dirigido pelas finanças*”. Braga (1993; 2000) e Coutinho & Belluzzo (1998) analisam essas mudanças sob a denominação de “*financeirização da riqueza*”. Boyer (2000), partindo dos conceitos de *regime de acumulação* e *modo de regulação* da Teoria da Regulação francesa, discute em que medida o que chama de “*regime de crescimento dirigido pelas finanças*” (*finance-led growth regime*) poderia ser uma alternativa viável ao regime de acumulação fordista, que teria se esgotado ao longo da década de 1970. Dentro de uma perspectiva semelhante, Stockhammer (2007) analisa o chamado “*regime de acumulação dominado pelas finanças*” (*finance-dominated accumulation regime*). Nesse mesmo sentido, Chesnais (2002) discute o denominado “*regime de acumulação financeirizado*”.

Não obstante as diferentes denominações atribuídas a essa nova modalidade de funcionamento do sistema capitalista, há uma concordância generalizada sobre seu atributo fundamental: a *financeirização* (Guttman, 2008, p. 12). Esse fenômeno econômico é definido por Epstein (2001, p. 2) da seguinte forma:

"Financialization" refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operations of the economy and its governing institutions, both at the national and international levels.

Dentro dessa perspectiva, cabe mencionar que um dos aspectos mais importantes da financeirização foi a emergência dos bancos de investimento e dos *investidores institucionais* (fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos, fundos *hedge*, fundos soberanos etc.) como agentes de grande destaque para a nova dinâmica de funcionamento do sistema. Alguns desses agentes, tais como bancos de investimento, seguradoras e fundos de pensão já existiam há tempos, mas desempenhavam um papel de menor relevância sob a vigência do acordo de Bretton Woods. No entanto, com a financeirização, os *investidores institucionais* – entre eles os fundos *hedge* – desenvolvem-se e passam a atuar de forma destacada em um ambiente marcado por um crescente grau de desregulamentação e liberalização financeiras.

Nesse contexto, é importante ressaltar o surgimento do *Global Shadow Banking System*. De acordo com Cintra & Farhi (2008), trata-se de um conjunto de instituições não bancárias que atuavam de forma similar a bancos, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos. Diferentemente das tradicionais instituições bancárias, esses *quase-bancos* eram muito pouco regulados e supervisionados, não eram obrigados a manter reservas de capital, não tinham acesso aos mecanismos de seguro de depósitos e nem às linhas crédito do prestador de última instância (bancos centrais) ou às operações de redesconto. Logo, essas instituições mostravam-se muito vulneráveis, tanto do ponto de vista de corridas de investidores, que poderiam sacar em massa os recursos lá mantidos, quanto do ponto de vista de desequilíbrios patrimoniais, por decorrência de eventuais desvalorizações dos seus ativos em face dos passivos, tendo em vista o seu elevado grau de alavancagem.

Segundo os autores, a definição de *Global Shadow Banking System* englobaria todos os agentes envolvidos em empréstimos alavancados que não tinham acesso aos seguros de depósitos ou às operações de redesconto dos bancos centrais e nem estavam sujeitos às normas prudenciais dos Acordos de Basileia. Enquadravam-se, portanto, nessa definição os grandes bancos de investimentos independentes (*broker-dealers*), os fundos *hedge*, os fundos de investimentos, os fundos *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento (SIV – *Special Investment Vehicle*), os fundos de pensão e as seguradoras. Nos EUA, também estavam abrangidos nesse conceito os bancos regionais especializados em crédito hipotecário, que não tinham acesso ao redesconto, e as agências quase-públicas *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, criadas com o propósito de prover liquidez ao mercado imobiliário norte-americano. Os autores chamam essas agências de quase-públicas porque, apesar de terem ações cotadas em bolsa, gozam de uma garantia implícita do governo norte-americano, como de fato pode ser observado durante a crise financeira internacional de 2007-2008.

Ao destacar a fragilidade de um sistema financeiro marcado por uma grande participação de quase-bancos, Cintra & Farhi (2008) comparam o funcionamento dessas instituições com o processo tradicional de funcionamento dos bancos comerciais, destacando a importância dos mecanismos institucionais criados para mitigar os problemas de solvência e liquidez inerentes ao funcionamento do sistema bancário. Segundo os autores, os bancos comerciais tradicionais concedem empréstimos a partir dos recursos captados por meio de depósitos ou de recursos oriundos de capital próprio ou, ainda, por meio da emissão de dívidas. No entanto, o que os tornam empresas especiais é que eles possuem a capacidade de criar depósitos (moeda bancária) ao conceder crédito. Como regra, os empréstimos concedidos pelos bancos possuem prazos mais longos do que os depósitos ou as dívidas. Logo, em virtude do descasamento de prazos, o sistema bancário tende a ser altamente instável e sujeito a processos de euforia ou pessimismo, bem como a corridas bancárias. Tendo em vista os danos sistêmicos que a insolvência de um banco pode trazer à economia como um todo, foram desenvolvidas ao longo da história diversas instituições para assegurar que os bancos sempre detivessem ativos suficientes para fazer frente aos movimentos de saques ou para amenizar as consequências de uma eventual insolvência. Nesse sentido, além de serem submetidos a uma intensa regulação e

supervisão, é fornecido aos bancos acesso a mecanismos de seguro de depósitos, bem como a empréstimos concedidos pelo “emprestador de última instância”.

No entanto, nas últimas décadas, a atividade bancária passou por profundas transformações que favoreceram o desenvolvimento do *Global Shadow Banking System*. Cintra & Farhi (2008) apresentam essas mudanças por meio de três movimentos simultâneos e complementares. Em primeiro lugar, os bancos aumentaram extraordinariamente o volume de crédito concedido como decorrência direta do acirramento da concorrência representada por instituições financeiras não bancárias que puderam avançar sobre o mercado bancário a partir do processo de desregulamentação e liberalização financeiras. Para fazer frente à nova concorrência e aumentar sua capacidade de concessão de crédito, os bancos procuraram retirar parte dos ativos – e dos riscos – de seus balanços, de forma a evitar que as exigências de capital regulatório previstas nos Acordos de Basileia não inviabilizassem o seu processo de expansão da concessão de crédito. Dessa forma, os bancos deixaram de atuar exclusivamente como fornecedores tradicionais de crédito e assumiram um papel crescente de intermediadores de recursos em troca de comissões. Assim, foram rompidas as relações diretas que os bancos mantinham com os tomadores de crédito, reduzindo o interesse e a capacidade dessas instituições de acompanhar e antever problemas de inadimplência desses tomadores.

Em segundo lugar, os bancos procuraram ampliar suas alternativas de negócios, passando a administrar fundos de investimentos, oferecer serviços de gestão de ativos, atuar como *dealers* no mercado de derivativos e fornecer operações de *hedge*, além de conceder linhas de crédito nas emissões de *commercial paper* e outros títulos de dívida no mercado de capitais.

Em terceiro lugar, diversos tipos de instituições financeiras não bancárias evoluíram no sentido de desempenhar um papel semelhante ao dos bancos comerciais sem estarem incluídas na estrutura regulatória existente e, portanto, sem disporem das requeridas reservas em capital e acesso aos mecanismos institucionais de seguros de depósitos e ao socorro do emprestador de última instância.

De acordo com os autores, os bancos, ao buscarem retirar os riscos de crédito de seus balanços, foram decisivos para a forte expansão dos derivativos de crédito (CDS – *Credit*

Default Swap), bem como dos chamados “produtos estruturados” e dos títulos securitizados. Em regra, o processo de securitização dos créditos concedidos se deu, em grande medida, da seguinte forma. Progressivamente, os bancos passaram a empacotar os créditos concedidos, dividindo-os em *tranches* com riscos e rendimentos diferenciados, de acordo com o método da “cascata d’água” (as *tranches* superiores em termos de qualidade de risco, que recebiam os rendimentos menores, eram as primeiras a ter seus rendimentos integralmente garantidos com o pagamento das prestações dos créditos empacotados). Com base em cada *tranche*, emitiam-se títulos securitizados, que eram submetidos às agências de classificação de riscos (agências de *rating*) como forma de facilitar sua comercialização entre os diversos agentes de mercado. Vários investidores institucionais, como as seguradoras e os fundos de pensão, só podiam comprar títulos com uma classificação de risco igual ou superior a determinado nível previsto em suas políticas internas. Em função do método de securitização e do alto risco subjacente, a última *tranche* era chamada de *equity* ou *toxic waste* (lixo tóxico). Em compensação, era a que proporcionava os maiores rendimentos. Cabe mencionar que, em um momento posterior, os bancos começaram a emitir versões “sintéticas” de títulos securitizados com lastro em derivativos de crédito e não em créditos concedidos.

Os SIV (*Special Investment Vehicles*) tiveram papel de destaque na absorção dos títulos referentes às *tranches* mais arriscadas. Tendo em vista que nem sempre havia demanda no mercado para os títulos *equity*, os bancos viram nos SIV um canal para desaguá-los, retirando-os, assim, de seus balanços e viabilizando a continuidade do processo de securitização e o aumento de alavancagem. Os SIV, por seu lado, que se financiavam por meio da colocação de *commercial papers*, precisavam, muitas vezes, que os bancos lhes concedessem garantias de liquidez, por meio de disponibilização de linhas de crédito específicas, como forma de proporcionar uma melhor classificação de risco aos títulos por eles emitidos, facilitando, assim, sua colocação no mercado.

Juridicamente os SIV, bem como outras pessoas jurídicas (*conduits* e *SIV-lites*) que desempenhavam funções semelhantes no processo de securitização, não pertenciam aos bancos. No entanto, a intensa relação comercial mantida com esses agentes poderia representar um potencial de risco de reputação para as respectivas instituições bancárias em momento de

estresse. Como será visto no segundo capítulo, durante a crise de 2007-2008, diversas das SIV que se tornaram insolventes foram reabsorvidas pelos respectivos bancos em função do risco de reputação. Além disso, o risco de crédito associado às linhas disponibilizadas às SIV também foram fontes de grandes perdas para as instituições bancárias. Nesse sentido, cabe ressaltar que a percepção de que o processo de securitização permitia às instituições bancárias retirar integralmente os riscos de seus balanços não se mostrou adequada.

Cintra & Farhi (2008, p. 40) destacam, ainda, o papel das agências de classificação de riscos (agências de *rating*) na constituição do *global shadow banking system*. Com a expansão da securitização dos créditos bancários, essas agências tiveram um crescimento acelerado e registraram uma forte elevação das receitas e dos lucros. Essas agências não só classificavam os títulos securitizados, mas também prestavam consultoria para a definição da melhor metodologia para “empacotar” e dividir os créditos bancários de forma a obter as melhores classificações de risco possíveis. Desta forma, as agências de *rating* tiveram participação significativa na criação do mito de que os ativos bancários oriundos do processo de concessão de crédito poderiam ser transformados em títulos securitizados de baixo risco para serem comercializados nos mercados secundários. Atuando ao mesmo tempo como classificadoras de risco e como consultoras, as agências de *rating* incorreram em graves conflitos de interesses, uma vez que seus rendimentos advinham de ambas as atividades.

Como já mencionado, outra importante transformação do sistema bancário foi o aumento do grau de competição oriundo de instituições não bancárias. No regime anterior, as restrições impostas pelo sistema regulatório vigente representavam barreiras à entrada intransponíveis para novos competidores. Gozando de uma posição privilegiada, os bancos comerciais eram, em regra, os grandes ofertantes de crédito para os agentes econômicos, bem como os grandes captadores de recursos dos agentes superavitários, apesar dos mercados acionários terem um peso mais significativo, já àquela época, em países como EUA e Inglaterra relativamente ao Japão e aos países do continente europeu, como já assinalado anteriormente. Nessa época, o processo de concessão de crédito é marcado pelo modelo “*originar e manter*”, isto é, os títulos representativos dos créditos concedidos eram mantidos nas carteiras dos bancos até seu vencimento. Já o *funding* para sustentar esses ativos era baseado na captação de depósitos.

Dessa estrutura institucional decorria que os bancos podiam emprestar a taxas de juros relativamente baixas e estáveis, uma vez que os custos de captação também eram relativamente baixos e estáveis².

No novo mundo de finanças liberalizadas, o aumento do grau de competição dá ensejo ao processo de *desintermediação financeira*, chamado por alguns de *finanças diretas*. Os tradicionais bancos comerciais passam a sofrer forte concorrência de bancos de investimento e *investidores institucionais*, tanto na captação de recursos dos agentes superavitários quanto na aquisição dos títulos representativos de dívida dos agentes deficitários. Como visto, mais do que novos competidores no mercado, os bancos de investimento e os investidores institucionais gozavam de uma posição competitiva privilegiada uma vez que podiam oferecer taxas e condições mais atrativas aos depositantes na medida em que não estavam sujeitos às restrições e aos custos da regulação prudencial aplicada ao sistema bancário tradicional. Além disso, as inovações financeiras e a atuação agressiva de bancos de investimento, ávidos por novas oportunidades de negócio, passaram a criar fortes incentivos para as empresas financiarem-se diretamente nos mercados de títulos e valores mobiliários. Por outro lado, os custos de captação mais altos dos bancos comerciais passaram a representar um incentivo para selecionarem projetos mais arriscados – e, conseqüentemente, mais rentáveis – a fim de repassar os recursos captados.

Não obstante as tendências assinaladas, os tradicionais bancos comerciais não assistiram passivamente a esse processo de *desintermediação financeira*. Sofrendo o aumento da concorrência por parte dos investidores institucionais e dos bancos de investimento, que atuavam em uma relação de simbiose, os grandes bancos passaram a explorar as oportunidades trazidas pela liberalização financeira, incorporando e reproduzindo o leque de serviços ofertados por seus novos concorrentes. Rapidamente, os tradicionais bancos comerciais transformam a natureza de seu negócio em direção ao modelo de *banco universal* ou de *supermercados de serviços financeiros*, passando a concorrer em melhores condições com os bancos de investimento e passando a estabelecer relações de negócio bastante lucrativas com os próprios investidores institucionais.

² Costumava-se dizer que o trabalho do típico banqueiro desse período era bastante tranquilo, seguindo a regra convencional “3-6-3”: captar a 3%, emprestar a 6% e jogar golfe às 3 horas da tarde (Wray, 2006, p. 16).

Em torno dos bancos comerciais formaram-se, então, grandes grupos diversificados que ofereciam todo tipo de produtos e serviços financeiros a seus clientes, tais como seguros, corretagem, assessoramento, administração de recursos de terceiros etc. Esse processo de diversificação desenvolveu-se, em grande parte, por meio do que passou a ser a forma preferencial de crescimento das organizações financeiras e não financeiras: as *fusões e aquisições*. Logo, em vez de representar uma simples diminuição do papel tradicional dos bancos comerciais, o processo de *desintermediação financeira* representou, em verdade, a transformação dessas instituições em grandes conglomerados financeiros, muito mais diversificados, agressivos e propensos a inovar.

Outro aspecto importante diz respeito à ampliação dos espaços de competição entre as instituições bancárias. Como já mencionado, na vigência do acordo de Bretton Woods, a competição entre bancos estava, por força das regras restritivas dos respectivos sistemas regulatórios, circunscrita aos espaços nacionais e, como observado nos EUA, segmentada por regiões. Já sob o novo regime, as restrições regulatórias foram gradativamente abolidas e os bancos passaram a enfrentar-se tanto nacionalmente (no caso dos países em que isso ainda não ocorria) quanto internacionalmente. Desta forma, o grau de competição entre os bancos foi potencializado em face da exposição das instituições à concorrência em um espaço ampliado. Nesse aspecto cabe ressaltar que as inovações tecnológicas nas áreas de informática e telecomunicações diminuíram os custos de expansão da rede bancária, relativizando as distâncias e facilitando o acesso aos novos mercados.

Do ponto de vista da firma, a financeirização trouxe uma mudança significativa em termos de governança (Guttmann, 2008, p. 12-13). A principal diretriz dos gestores das empresas, inclusive das empresas bancárias, passou a ser a “*maximização do valor aos acionistas*”, conceito que sintetiza a política de procurar proporcionar, no curto prazo, a maior rentabilidade possível aos acionistas, principalmente por meio da valorização das ações. O acelerado crescimento dos investidores institucionais transformou-os nos principais controladores das grandes empresas em todo o mundo. Esses agentes impuseram às empresas controladas uma lógica financeira baseada em metas de rentabilidade de curto prazo, muitas vezes trimestrais, utilizando-se a valorização do preço das ações como indicador de desempenho.

Submetidos desta forma à pressão das bolsas, os administradores dessas empresas passaram a priorizar os resultados de curto prazo em detrimento de atividades de longo prazo, como gastos em investimentos e em pesquisa e desenvolvimento (P&D), gastos estes que, em regra, estão relacionados à sobrevivência e à longevidade da empresa, à expansão dos negócios e a melhores resultados no futuro. Desta forma, o percentual de lucros retidos destinados ao financiamento dos gastos em investimento foi reduzido ao longo dos anos, priorizando-se, assim, a distribuição dos resultados a título de dividendos.

Como forma de estimular ainda mais os administradores a produzirem resultados de curto prazo, disseminou-se a política de remuneração variável atrelada à variação do preço das ações. Desta forma, os administradores passaram a ser fortemente incentivados a cumprir metas de rentabilidade de curto prazo via dois mecanismos de incentivos: por meio de incentivos negativos, comparando seus resultados com os resultados alcançados por outros administradores do mercado, e por meio de incentivos positivos, proporcionando-lhes expressivos ganhos financeiros pessoais condicionados à valorização das ações da empresa.

Outra consequência do fenômeno de *maximização do valor ao acionista* diz respeito ao crescimento das firmas. Como os gastos com investimento deixaram de ser prioritários, a opção preferencial de crescimento passou a se dar por meio do processo de *fusões e aquisições*. Cabe destacar que, do ponto de vista da economia como um todo, a estratégia de crescimento em questão não representa aumento de capacidade produtiva, mas uma mera transferência de propriedade.

Conforme já visto, pressionados pela intensificação da concorrência, bem como por um novo padrão de governança baseado em metas de rentabilidade de curto prazo, os grandes bancos transformaram seu modelo de concessão de crédito: passaram do antigo modelo “*originar e manter*” para o modelo “*originar e repassar*”. Em vez de manterem em carteira os títulos representativos dos créditos concedidos, as grandes instituições bancárias passaram a mimetizar a estratégia dos bancos de investimento ao vender esses títulos em mercado, baseando, assim, sua remuneração na comissão recebida nesse processo e não mais nos rendimentos correspondentes aos juros recebidos ao longo da vigência do contrato, como era praxe no modelo anterior. A

disseminação dessa tendência foi favorecida, ainda, por dois fatores: (i) pelas inovações financeiras, em especial, pelo desenvolvimento do processo de securitização e dos derivativos de crédito e (ii) pelo novo padrão de regulação bancária materializado nos Acordos de Basileia, que passou a exigir a manutenção de determinados níveis de capital regulatório calculados a partir da ponderação dos ativos pelos respectivos riscos. Nesse sentido, a venda nos mercados secundários dos títulos representativos dos créditos concedidos representava uma diminuição da base de cálculo do *capital regulatório* previsto nos Acordos de Basileia, evitando-se, assim, que as exigências de capital representassem um freio à ampliação dos negócios das instituições bancárias.

De acordo com Prates (2002, p. 92), o novo padrão de gestão de riqueza que se consolidou nos anos 1980 seria marcado, em última instância, pela predominância da lógica especulativa sobre a produtiva. A participação crescente de ativos financeiros nos portfólios dos agentes tenderia a aumentar a importância dos ganhos de capital comparativamente aos rendimentos oriundos da atividade produtiva. Esse novo padrão teria alterado, assim, a dinâmica macroeconômica das economias capitalistas, passando a subordiná-las ao *ciclo de ativos*.

Coutinho e Belluzzo (1998) sustentam que, do ponto de vista macroeconômico, a financeirização levou a uma ampliação muito significativa da magnitude da riqueza financeira relativamente à riqueza real e à renda corrente, fazendo com que a valorização da riqueza financeira passasse a prevalecer sobre a acumulação produtiva. As famílias e as empresas passaram a ter seus patrimônios formados por uma parcela crescente de ativos financeiros. Mesmo entre as empresas não financeiras, o lucro operacional tendeu a diminuir em relação aos ganhos oriundos da gestão dos ativos financeiros. De acordo com esse processo, os agentes passaram a condicionar em grande medida suas decisões de gasto às expectativas de valorização e desvalorização dos ativos financeiros mantidos em seus portfólios. A gestão dos estoques de riqueza passou, assim, a ser um determinante importante das decisões de gasto, influenciando de forma significativa sobre a dinâmica macroeconômica.

Como observam os autores, o consumo das famílias deixou de variar de forma proporcional à renda, adquirindo em contrapartida um caráter pró-cíclico em função da dinâmica

dos *ciclos de ativos*, especialmente de ativos financeiros. Nos momentos de valorização desses ativos, as famílias são incentivadas a ampliar seu consumo de forma mais do que proporcional ao aumento da renda corrente. Esse aumento do consumo é fruto do efeito-riqueza trazido pela valorização dos ativos financeiros mantidos em seus portfólios. Os autores observam que, nesse contexto, o aumento do consumo não se realiza por meio da venda de ativos, mas sim por meio da ampliação da demanda por crédito. Em sentido oposto, na fase de baixa do *ciclo de ativos*, as famílias tendem a aumentar sua poupança de forma a compensar em parte a desvalorização dos ativos financeiros mantidos em seus portfólios, buscando restabelecer uma proporção desejada em relação a seus passivos. Desta forma, o consumo tende a ser reduzido de forma mais do que proporcional à queda da renda corrente. Cabe observar que, em ambas as fases do *ciclo de ativos*, mesmo na hipótese da renda corrente do agente não variar, ainda assim o consumo das famílias tende a aumentar ou diminuir em função do efeito-riqueza, como já assinalado.

Portanto, do ponto de vista macroeconômico, a financeirização da riqueza leva à necessidade de se rever, em alguma medida, a função-consumo keynesiana, que tradicionalmente era apresentada como uma função estável da renda, de forma a incorporar o efeito-riqueza gerado de acordo com o *ciclo de ativos*, tendo em vista a crescente participação de ativos financeiros no portfólio das famílias.

1.3. Incerteza e Racionalidade

Um dos elementos centrais da obra de Keynes (1936), amplamente destacado por autores de tradição keynesiana, repousa sobre seu conceito de incerteza. Reconhecer o papel que a incerteza desempenha no processo de formação de expectativas por parte dos agentes econômicos é peça fundamental para se entender o funcionamento de uma *economia monetária de produção*, bem como o papel que a moeda desempenha nesse tipo de economia. De acordo com Minsky (1975), para compreender Keynes é necessário assimilar sua sofisticada visão sobre incerteza. Segundo o autor, “*Keynes without uncertainty is something like Hamlet without the Prince*” (Minsky, 1975, p.57).

Cabe destacar que, antes de se tornar um economista, Keynes foi um estudioso de estatística e probabilidade. Seu foco de pesquisa recaiu muito mais sobre a probabilidade como o elemento básico do processo de tomada de decisão do que sobre a estatística descritiva ou sobre a probabilidade como uma característica do mundo como tal (Carvalho, 1988, p.67).

Junto com Keynes, Knight (1921) é reconhecido como um dos pioneiros no estudo da incerteza como um fenômeno distinto do conceito de risco. Tanto assim que se tornou comum na literatura econômica referências à *incerteza knightiana* ou *incerteza keynesiana* como contraponto ao conceito de risco.

Ocorre que a distinção entre risco e incerteza tem sido rejeitada até hoje por muitos economistas do *mainstream*, especialmente pelos adeptos da teoria de utilidade esperada baseada em probabilidades subjetivas, tal como proposta por Savage em sua obra clássica de 1954. Por essa razão, muitos autores do pensamento econômico convencional têm utilizado o termo “incerteza” de uma forma indistinta, empregando-o em circunstâncias que, para Keynes e Knight, seriam apenas de risco, negligenciando-se, assim, as situações em que a incerteza, no sentido dado pelos dois autores, estaria de fato presente (Dequech, 2000, p. 44).

Por seu lado, outros teóricos têm admitido a distinção entre incerteza e risco, incluindo alguns economistas do *mainstream*. No entanto, esses economistas argumentam que a racionalidade econômica é impossível quando o conceito de incerteza, no sentido de Keynes e Knight, é introduzido. Como consequência, a abordagem teórica de Keynes e de seus seguidores *pós-keynesianos* têm sido muitas vezes acusada de niilismo teórico em virtude da grande importância atribuída à noção de incerteza (Carvalho, 1988, p.79).

A incerteza keynesiana pode ser sinteticamente entendida como a ausência de conhecimento probabilístico mensurável, quer se defina probabilidade como um atributo do conhecimento ou “crença” dos agentes, quer se defina vinculando-a também a atributos da própria realidade (Possas, 1993, p.66).

Davidson (2007) analisa a centralidade do conceito de incerteza keynesiana contrapondo-o ao axioma da ergodicidade adotado pela economia neoclássica. Segundo o autor, o

axioma neoclássico da ergodicidade assegura que eventos futuros podem ser confiavelmente previstos por meio de uma análise estatística baseada em dados presentes e passados. Concebido desta forma, o futuro nunca é incerto. Os eventos futuros, em um sistema ergódico, são probabilisticamente arriscados, mas confiavelmente previsíveis (Davidson, 2007, p.32).

Usando-se da terminologia difundida por Davidson, Possas (1993, pp. 66-67) também argumenta que o mundo econômico não é governado por processos ergódicos, uma vez que necessariamente é permeado por situações de mudanças, ruptura e crise. Essas situações tornam o mundo capitalista *não estacionário* e, portanto, *não ergódico*, o que impede que os dados passados possam ser utilizados para se gerar distribuições de probabilidade confiáveis a fim de proporcionarem estimativas acerca de eventos futuros, dentro de intervalo de confiança estabelecido.

O autor ressalta, em seguida, a tentativa de economistas da escola neoclássica de negarem relevância teórica ao conceito de incerteza keynesiana. Como exemplo, destaca o argumento de Coddington (1983, cap. 4, *apud* Possas, 1993, p. 67) de que a excessiva radicalidade da concepção de incerteza em Keynes, especialmente quando aplicada às expectativas de longo prazo relacionadas ao investimento, conduziria logicamente ao niilismo teórico ao ser levada a sua última consequência, ou à inconsistência e ao oportunismo. Coddington, segundo o autor, estaria fazendo referência, no primeiro caso, a Shackle e seus seguidores e, no segundo caso, aos pós-keynesianos de Cambridge (Possas, 1993, p.67).

De acordo com Possas, a posição de Coddington deriva de um mal-entendido essencial, comum a autores neoclássicos, de que a incerteza pode ser diminuída em graus de forma progressiva mediante mais e melhores informações e vice-versa. Ocorre que a incerteza em Keynes não é um estado intermediário entre a ignorância e a certeza. A incerteza keynesiana tem por característica essencial o desconhecimento, pelo agente, das distribuições de probabilidades associadas aos eventos em análise, abarcando a possibilidade da informação ainda não existir, estando para ser criada pela ação presente e futura dos agentes econômicos.

Tendo isso em vista, o autor argumenta que:

O caráter não ergódico das informações em que se baseiam as expectativas formadas a cada período muda drasticamente os próprios critérios de racionalidade dos agentes, não mais redutíveis, como no mundo (probabilístico) neoclássico, à maximização de funções-objetivo bem determinadas ou, pelo menos, estocásticas; procedimentos defensivos, coletivos e/ou institucionais, baseados em maior ou menor grau em experiências passadas, passam a ser perfeitamente racionais [...] [A] incerteza nem leva ao paroxismo subjetivista, nem muito menos supõe uma racionalidade dos agentes que os induza a associar automaticamente as ‘circunstâncias futuras’ às ‘condições presentes e passadas’. Tal vinculação de modo algum pode ser pressuposta, e só surge em Keynes pela mediação dos critérios *convencionais* de racionalidade – os quais, por sua vez, tampouco esgotam as possibilidades do comportamento racional sob incerteza (Possas, 1993, pp.68-69).

Dosi & Egidí (1991, p.148), ao analisarem a questão da incerteza, fazem referências às contribuições de Knight, Keynes e Shackle relativas à diferenciação entre os conceitos de *incerteza substantiva fraca* (risco) e *incerteza substantiva forte* (incerteza). Segundo eles, *incerteza substantiva fraca*, que corresponde ao conceito de risco, é caracterizada pela ausência de informações sobre a ocorrência de um evento particular em relação a uma lista conhecida de eventos possíveis, cuja distribuição de probabilidades é conhecida. Já a *incerteza substantiva forte* diz respeito aos casos em que o agente não conhece a distribuição de probabilidades para o evento em questão.

Os autores (*ibid.*, pp.149-151), adicionalmente, propõem uma distinção entre *incerteza substantiva* e *incerteza procedimental*³, inspirada na diferenciação trazida por H. Simon entre *racionalidade substantiva* e *racionalidade procedimental*. De acordo com os autores, *incerteza substantiva* resulta da ausência das informações que seriam necessárias para o agente tomar as decisões que o levariam a alcançar certos resultados. Já a *incerteza procedimental* diz respeito às limitações da capacidade cognitiva e de cálculo do agente para alcançar inequivocamente seus objetivos, dadas as informações disponíveis.

³ No primeiro caso, há uma clara referência à dimensão ontológica da incerteza, enquanto que, no segundo, destaca-se sua dimensão epistemológica.

Dequech (2003, p. 152) observa que a expressão *incerteza keynesiana* corresponde ao conceito de *incerteza substantiva forte*. No entanto, o autor argumenta que, mesmo fazendo essa associação, a expressão *incerteza keynesiana* continua um tanto vaga, podendo gerar problemas de comunicação (Dequech, 2000). Isso porque, ao contrapor o conceito de incerteza (em sentido forte) com o de risco (incerteza em sentido fraco), Keynes tratou de dois tipos de incerteza substantiva forte: a *ambiguidade* e a *incerteza fundamental*, sem explicitar, no entanto, as devidas diferenças entre eles.

De acordo com o autor, *ambiguidade* é o tipo de incerteza relacionada à falta de informação relevante, informação esta que existe *a priori* e que poderia ser conhecida pelo agente no momento da decisão, mas à qual não tem acesso. Em outras palavras, *ambiguidade* refere-se à situação na qual há incerteza sobre probabilidades e essa incerteza decorre da não disponibilidade de informações relevantes que poderiam ser conhecidas.

Já *incerteza fundamental* é o tipo mais radical de incerteza, na medida em que, no momento de tomada da decisão, algumas informações simplesmente não existem, uma vez que o futuro está para ser criado pela própria ação dos agentes. Esses agentes, por meio da possibilidade de atuação criativa e inovadora, podem transformar o contexto econômico em que vivem, retirando-se, assim, dos dados presentes e passados o poder preditivo em relação aos eventos futuros.

Feita a distinção entre *ambiguidade* e *incerteza fundamental*, é possível observar que os problemas clássicos propostos por Ellsberg (1961, *apud* Dequech, 2000, pp. 45-46) fazem referência a situações de *ambiguidade* e não de *incerteza fundamental*, uma vez que as informações relevantes para a tomada de decisão existem, ao menos em princípio, apesar de não estarem disponíveis aos indivíduos. A título de exemplo, cabe descrever brevemente um dos experimentos propostos por Ellsberg: há duas urnas com 100 bolas cada. As bolas podem ter apenas duas cores: preta ou vermelha. Na primeira urna, não é informado aos indivíduos a proporção entre bolas pretas e vermelhas. Já na segunda urna, é informado que há 50 bolas pretas e 50 vermelhas. Os indivíduos devem, então, apostar na cor da bola retirada ao acaso da urna 1. Observa-se que, na urna 1, os indivíduos são indiferentes entre apostar na cor preta ou vermelha.

A mesma situação é proposta em relação à urna 2 e o resultado observado é o mesmo: os indivíduos são indiferentes entre apostar na bola preta ou vermelha. No entanto, ao serem questionados se preferem apostar em uma bola vermelha retirada da urna 1 ou da urna 2, muitos indivíduos preferem a urna 2 em vez de mostrarem indiferença. O mesmo ocorre se a bola a ser apostada é de cor preta. Os resultados obtidos mostram-se incompatíveis com os resultados calculados pelo método convencional baseado em probabilidades, o que contradiz a teoria padrão da utilidade subjetiva esperada.

Como já mencionado, muitos teóricos do *mainstream* associam incerteza com ausência de probabilidades numéricas e utilizam a teoria padrão da utilidade subjetiva esperada como forma de atribuir probabilidades numéricas a virtualmente qualquer proposição ou evento. Desta forma, esses teóricos sustentam que seria possível conceber distribuições probabilísticas únicas, aditivas e confiáveis mesmo em situações de incerteza. O experimento de Ellsberg mostra, contudo, que, mesmo restringindo-se ao tipo menos forte de incerteza keynesiana (a *ambiguidade*), a teoria padrão da utilidade subjetiva esperada mostra-se insuficiente para representar de maneira adequada a forma como os agentes tomam de fato suas decisões. Além disso, Dequech observa que, sob a presença de *ambiguidade*, os indivíduos podem evitar fazer apostas (tomar decisões), porque podem preferir esperar pelas informações ausentes e/ou por receio de assimetria de informações, isto é, pelo receio de que outros indivíduos disponham das informações faltantes (Dequech, 2003, p.48).

O tipo mais radical de *incerteza substantiva forte*, elemento essencial da abordagem teórica de Keynes e dos *pós-keynesianos*, é a *incerteza fundamental*, como já apontado anteriormente. Esse tipo de incerteza está associado à possibilidade de ocorrência de comportamento criativo e mudanças estruturais, levando a uma significativa indeterminação do futuro. A incerteza aparece, assim, em um contexto dinâmico, no qual a passagem do tempo é crucial. Desta forma, o futuro não pode ser antecipado por meio de uma estimativa probabilística confiável, uma vez que ele está ainda por ser criado. O problema não é meramente de não ter acesso a informações suficientes para se atribuir, de forma confiável, probabilidades a um dado número de eventos. Em virtude do comportamento criativo dos agentes e de mudanças estruturais, um evento que nem é possível imaginar *a priori* pode vir a ocorrer no futuro. Como

não é possível nem imaginá-lo no momento de tomada da decisão, o agente não pode lhe atribuir nenhuma probabilidade. Isso significa que algumas informações relevantes não podem ser conhecidas, nem mesmo em princípio, ao tempo em que muitas decisões importantes são tomadas (Dequech, 2003, p.48). Logo, diferentemente do que preconizam muitos autores do *mainstream*, nada assegura que o agente venha a dispor de uma lista de todos os eventos possíveis a fim de lhes atribuir probabilidades, mesmo que esse processo de atribuição seja baseado em probabilidades subjetivas.

O melhor exemplo de comportamento criativo e mudanças estruturais imprevistas na esfera econômica é a introdução de inovações tecnológicas e procedimentais aos moldes do processo schumpeteriano de *destruição criadora*. As inovações são particularmente importantes em economias capitalistas porque a competição estimula os agentes econômicos a inovar em busca de lucros extras, de forma que o sistema conta com um mecanismo de pressão endógena em prol da introdução de um elemento gerador de *incerteza fundamental*.

Outro autor que analisou comportamentos que geravam *incerteza fundamental* foi Shackle (1967), por meio do desenvolvimento do conceito de *decisão crucial*. *Decisão crucial* é o tipo de decisão tomada pelo agente que muda para sempre o ambiente econômico no qual o agente está inserido, de forma que as mesmas condições presentes no momento da tomada da decisão nunca mais se repetirão (Davidson, 2007, p.112). A tomada de *decisões cruciais* implica, em essência, que o futuro pode ser transformado de tal forma por essas decisões que deixa de ser adequado representá-lo por uma mera projeção estatística dos dados passados e presentes.

Outro ponto controverso analisado por Dequech (2000, p.52-55) diz respeito à possibilidade de gradação da *incerteza keynesiana*. Segundo o autor, não é difícil sustentar que a *ambiguidade* manifesta-se em graus. Isso porque ela é definida como a ausência de informações que existem *a priori*, mas que o agente não dispõe de acesso, embora possa vir a ter. Logo, quanto mais informações o agente vier a ter acesso, menor será a ambiguidade e vice-versa. Já no caso de *incerteza fundamental*, esse tema é mais controverso uma vez que é possível argumentar, como parece ser o caso de Shackle, entre outros, que esse tipo de incerteza implica completa ignorância a respeito do futuro, algo não passível de gradação (Dequech, 2000, p.53).

Discordando da visão de que *incerteza fundamental* implica completa ignorância, Dequech sustenta que é possível ao agente obter algum conhecimento sobre os eventos futuros, mesmo em um contexto marcado pela presença da *incerteza fundamental*. Essa possibilidade decorre da existência de “*práticas sociais*” que proporcionam certa regularidade ao funcionamento do sistema econômico capitalista. O exemplo mais evidente dessas “*práticas sociais*” seria a existência de instituições legais, tais como os contratos e os *market-makers*, e de instituições informais, tais como as *convenções*. No mesmo sentido, Hodgson (1988, p. 118) afirma que as instituições desempenham um importante papel como guia informacional para a ação dos agentes inseridos em um complexo ambiente econômico, o qual é apenas parcialmente conhecido e entendido por esses indivíduos.

Os contratos legalmente constituídos são instrumentos institucionais que reduzem a incerteza acerca do valor futuro de variáveis nominais. Isso ocorre, por exemplo, no caso dos custos de mão-de-obra e matérias-primas, que podem ter seus preços fixados *a priori* por meio de contratos específicos. A existência de contratos legais está associada, inclusive, à existência de outra instituição de fundamental importância: o Estado. O Estado tem o poder de dar executoriedade aos contratos adequadamente constituídos, uma vez que dispõe de poder coercitivo institucionalizado⁴.

Outro tipo de instituição que fornece certa estabilidade a uma realidade marcada pela presença de *incerteza fundamental* é o *market-maker*. Em um mercado de bens ou de ativos financeiros, o *market-maker* tem a responsabilidade de assegurar certa ordem às negociações, de forma a reduzir significativamente a excessiva volatilidade de preços dos ativos negociados. Os preços tornam-se mais estáveis do que seriam na ausência desse tipo de instituição. Um dos mais importantes *market-makers* que se desenvolveu historicamente é o banco central em seu papel de prestador de última instância. Atuando com o fim de evitar crises de insolvência, os bancos centrais evitam situações mais agudas de instabilidade e, conseqüentemente, de intensificação da incerteza. Além disso, os bancos centrais atuam sobre as

⁴ A respeito da importância dos contratos monetários para o funcionamento de uma economia monetária de produção, ver Davidson (2007).

transações internacionais do país de forma a reduzir a volatilidade das taxas de câmbio e das reservas internacionais.

As *convenções* constituem outro tipo de “*práticas sociais redutoras de incerteza*”. *Convenções* podem ser entendidas como *instituições informais* formadas por padrões de pensamento e de comportamento socialmente compartilhados. Dequech (2003, pp.147-151) apresenta uma série de razões para os agentes adotarem comportamentos convencionais:

a) Complexidade e capacidades mentais limitadas: em relação a essa justificativa para a adoção de convenções, uma grande referência teórica é Herbert Simon (1982, *apud* Dequech, 2003, p. 147), reconhecidamente um dos maiores críticos do conceito de racionalidade neoclássica. Simon enfatiza o conceito de “racionalidade restrita” – *bounded rationality* – associada a situações em que os agentes apresentam capacidades mentais e de cálculo limitadas. Disposto de racionalidade restrita perante um ambiente complexo, seria racional ao agente seguir convenções, tais como “regras de bolso”. Na literatura *pós-keynesiana*, uma justificativa similar para a adoção de comportamento convencional é mais clara em Darity & Horn (1993, p.29, *apud* Dequech, 2003, p.147), que definem convenção como uma regra de bolso individual a fim de tornar a complexidade do mundo manejável para o tomador de decisões. Em Keynes, o mesmo tipo de justificativa pode ser deduzido a partir de sua argumentação relativa à adoção da convenção de projetar-se o presente para o futuro, durante o processo de formação de expectativas de curto prazo vinculadas às decisões de produção. Nesse sentido, Keynes (1936, p. 45) afirma:

[...] embora a produção e o emprego sejam determinados pelas expectativas a curto prazo do produtor e não pelos resultados obtidos no passado, mesmo assim os resultados mais recentes desempenham papel predominante na determinação dessas expectativas. Seria complicado demais elaborar as expectativas *de novo* toda vez que se iniciasse um processo produtivo; mais do que isso, seria perder tempo, porque, de modo geral, grande parte das circunstâncias se mantém substancialmente invariável de um dia para outro. É, portanto, com razão que os produtores baseiam suas expectativas na hipótese de que a maioria dos resultados observados mais recentemente continuará, salvo no caso de haver motivos definidos para se esperar uma mudança.

b) Possibilidade de informações distribuídas desigualmente: ao discutir a racionalidade de se adotar convenções sob a presença de incerteza, Keynes sustenta ser racional apoiar-se na média ou maioria das opiniões. Segundo Keynes (1937b, p.114):

Knowing that our own individual judgement is worthless, we endeavour to fall back on the judgement of the rest of the world which is perhaps better informed. That is, we endeavour to conform with the behaviour of the majority or the average. The psychology of a society of individuals each of whom is endeavouring to copy the others leads to what we may strictly term a *conventional* judgment.

Esse argumento baseia-se na possibilidade de que algumas pessoas disponham de informações que outras não tenham. Essa linha de raciocínio, segundo Dequech (2003, p. 149), é seguida por autores da escola francesa da regulação como Orléan e Depuy. Eles argumentam que a imitação é a última das opções racionais a que os agentes podem recorrer quando se encontram em uma situação em que nada sabem. Nessa situação, imitar os outros não pode piorar sua situação por dois motivos: (i) ou as outras pessoas compartilham da mesma ignorância e, desta forma, sua situação não muda ao imitá-los; (ii) ou as outras pessoas sabem de algo e, então, a situação do imitador tende a melhorar;

c) Profecia autorrealizável: Possas (1990, pp.11-12, *apud* Dequech, 2003, p.149) argumenta que é razoável seguir a opinião média porque ela pode indicar uma convergência e, desta forma, uma tendência provável de mercado. De acordo com esse argumento, a opinião média parece representar a melhor expectativa sobre os resultados futuros em um mercado em particular e, nesse caso, seguir a convenção é uma boa alternativa ao agente;

d) Comportamento defensivo: adotar uma convenção poder ser justificado como uma defesa contra a *incerteza fundamental*, uma vez que representaria uma estratégia para o agente preservar sua posição relativa frente aos outros participantes do mercado. Isso porque, ao adotar a convenção, o agente estaria agindo de uma maneira similar à média dos demais

agentes. Possas (1987, pp. 133-134)⁵ utiliza esse tipo de argumentação em sua análise do comportamento convencional nas decisões de investimento. Em outra linha de argumentação, o argumento do comportamento defensivo é associado com a ideia, aceita por Keynes e Hayek, de que as pessoas são levadas a seguir convenções por causa de necessidades psicológicas por regularidade. De forma similar, Lawson faz referência a razões epistemológicas para a adoção da convenção de projetar o presente e o passado recente para o futuro (Dequech, 2003, p. 150);

e) Convenção como indução: a justificativa para a adoção do comportamento convencional, nesse caso, é a de que a convenção seria um guia para a ação sob um ambiente marcado pela incerteza fundamental (Dequech, 2003, p. 151). Keynes (1936, pp. 109-110) sustentaria esse tipo de justificativa ao afirmar:

É, portanto, razoável que nos deixemos guiar, em grande parte, pelos fatos que merecem nossa confiança, mesmo se sua relevância for menos decisiva para os resultados esperados do que outros fatos a respeito dos quais o nosso conhecimento é vago ou limitado. Por essa razão, os fatos atuais desempenham um papel que, em certo sentido, podemos julgar desproporcional na formação de nossas expectativas a longo prazo sendo que o nosso método habitual consiste em considerar a situação atual e depois projetá-la no futuro, modificando-a apenas à medida que tenhamos razões mais ou menos definidas para esperarmos uma mudança.

f) Evitar desaprovação: adotar uma convenção pode ser justificado pelo objetivo de evitar a desaprovação ou a crítica dos outros indivíduos. Um bom exemplo desse argumento é dado por Keynes (1936, p. 115) quando afirma que:

A sabedoria universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele.

⁵ Referindo-se ao processo de formação de expectativas a partir das ideias de Keynes, Possas (1987, pp.133-135) afirma que “a própria incerteza inerente às expectativas de ‘longo prazo’ que informam as decisões de investir dos empresários – isto é, a incalculabilidade intrínseca dos eventos econômicos futuros – os leva a uma adesão ao comportamento médio frente às previsões, tal como expresso basicamente nos mercados financeiros, em lugar de tentar previsões ‘mais corretas’, sob o critério básico de que ‘o atual estado de coisas continuará indefinidamente, exceto na medida em que tenhamos razões específicas para esperar uma mudança’. [...] Logo, a principal fonte de referência para fixar a base convencional de avaliação para um investidor produtivo deve ser a opinião predominante entre os concorrentes, seja pelos planos de investimento em andamento, ou outros meios; e a não ser que estes indiquem mudanças substanciais nas expectativas, a melhor base deve ser a projeção do desempenho recente do mercado”.

Os argumentos acima apresentados sustentam a tese de que, sob condições de incerteza fundamental, é racional ao agente adotar convenções. Como visto, as convenções suprem em parte as deficiências cognitivas dos agentes inseridos em um mundo incerto, complexo e mutável, em que não é possível construir distribuições probabilísticas únicas, aditivas e confiáveis. A adoção de um comportamento convencional reduz o grau de incerteza do ambiente no qual o agente está inserido.

No entanto, é importante destacar que não se pode considerar apenas o comportamento convencional como racional. Se assim o fosse, o comportamento do empresário inovador schumpeteriano deveria ser taxado de irracional. Logo, também deve ser considerado racional, sob certas circunstâncias, o comportamento não convencional. Cabe destacar que adotar um comportamento não convencional no caso de inovações não significa dizer que o agente vai romper com todas as convenções vigentes ao mesmo tempo. Em verdade, são muitas as convenções com as quais o agente se depara em seu ambiente e inovar significa, geralmente, romper somente com uma ou algumas delas. Outro aspecto relevante a observar é que o comportamento convencional, mesmo para o agente inovador que vai romper com uma convenção, representa uma forma de aquisição de conhecimento em relação ao comportamento provável dos demais agentes, o que se mostra decisivo em seu processo de tomada de decisão.

Dequech (2003, p.154) sustenta, com base nas ideias de Keynes, que o processo de tomada de decisão em condições de incerteza decorre de três elementos: “estado de expectativas”, “objetivos almejados” e “restrições percebidas”.

Segundo Dequech (2003, p. 154), Keynes introduziu a noção de “estado de expectativas”, no entanto sem defini-la explicitamente (ver Keynes, 1936, p. 110). O autor apresenta, então, uma proposta interpretativa para o processo de formação do “estado de expectativas”: a *teoria das expectativas e confiança*, apresentada inicialmente em Dequech (1999)⁶. De acordo com essa proposta teórica, o “estado de expectativas” é

⁶ Segundo Dequech (2003, p. 154): “Keynes [...] introduced the notion, but did not explicitly define the state of expectation. It is understood here as *expectations as a guide to practical action*, that is, as *a combination of expectations proper and confidence*. The theory of expectations and confidence proposed in Dequech (1999) and drawn upon here is inspired by Keynes, but goes beyond what he wrote”.

determinado, de forma imediata, por dois elementos: as “expectativas” propriamente ditas e a “confiança”. “Expectativas” são definidas como as melhores estimativas ou previsões que alguém pode formar em relação a determinados eventos, enquanto que a “confiança” é a disposição para agir com base nessas expectativas, considerando-se a incerteza envolvida.

Por seu lado, os últimos determinantes do “estado de expectativa” são três: o “conhecimento”, a “criatividade” e a “disposição otimista para enfrentar a incerteza”. Em relação ao “conhecimento”, cabe destacar que ele é limitado sob a presença de incerteza fundamental. Por sua vez, a “criatividade” pode ser vista como a habilidade para ver e fazer as coisas de uma forma diferente. A criatividade aplicada às expectativas traduz-se na habilidade de imaginar o futuro de uma maneira diferente do presente, pelo menos em alguns aspectos. Como já assinalado, um exemplo de criatividade aplicada à economia está relacionado às inovações⁷. Por fim, a “disposição otimista para enfrentar a incerteza” é equivalente ao que Keynes chamou de “*animal spirits*”. Redefinida por Dequech (1999, pp. 419-420), a expressão “*animal spirits*” não significaria meramente “um instinto espontâneo de agir, em vez de não fazer nada” (Keynes, 1936, p. 117), mas uma disposição que se apresenta em graus (ordinal) e está relacionada não só a otimismo, mas também a pessimismo.

Entre os determinantes imediatos e os determinantes últimos do “estado de expectativas”, Dequech (1999, p. 421) identifica outros três elementos do processo de tomada de decisão. Os dois primeiros, “aversão à incerteza” e “percepção da incerteza”, seriam os determinantes imediatos da “confiança”. Por seu lado, a “aversão à incerteza” seria determinada pelo “*animal spirits*”. Já a “percepção da incerteza” seria determinada pelo “*animal spirits*” conjuntamente com o “conhecimento”. Por fim, as “expectativas” propriamente ditas teriam como determinantes imediatos o “conhecimento”, a “criatividade” e o “otimismo espontâneo”. Este último, por sua vez, seria determinada pelo “*animal spirits*”.

Em uma *economia monetária de produção*, em que a *incerteza fundamental* é um elemento constituinte basilar, as principais decisões a serem tomadas, mais especificamente

⁷ No entanto, cabe destacar que as inovações não dependem apenas da criatividade. Para que ocorra uma ação inovadora por parte do agente deve haver uma combinação de “criatividade”, “conhecimento” e “disposição otimista para enfrentar a incerteza”.

as decisões relativas a investimento, produção e portfólio, têm como “objetivo almejado” a obtenção de ganhos pecuniários. Nesse tipo de economia, a preferência pela liquidez por parte dos agentes mostra-se inversamente relacionada à “confiança” do tomador de decisões em suas “expectativas” quanto aos retornos esperados ao manter ativos menos líquidos. Como mencionado acima, o “estado de expectativas” é determinado conjuntamente pelas “expectativas” propriamente ditas e pela “confiança”. Ambos os componentes são fortemente influenciados pelo “*animal spirits*”.

Analisando-se primeiramente os mercados de bens, há dois tipos básicos de decisões a serem tomadas: as de investimento e as de produção. Ambas envolvem considerações importantes sobre liquidez no que diz respeito à compra de bens de capital (máquinas, equipamentos etc.) e bens de produção (matéria-prima, energia etc.). No entanto, nas decisões de investimento, as considerações sobre liquidez apresentam-se de uma forma muito mais crítica, uma vez que os bens de capital possuem, em regra, uma liquidez muito menor que os de bens de produção. Em ambos os tipos de decisão, de investimento e de produção, o agente estará considerando a alternativa de manter os recursos sob a forma de ativos mais líquidos. Isso porque, em uma *economia monetária de produção*, a adoção de posições em ativos menos líquidos pode comprometer a solvência do empreendimento em face da superveniência de eventos inesperados. Desta forma, a preferência pela liquidez mostrar-se-á inversamente relacionada ao “*animal spirits*” dos agentes. Quanto mais fraco o “*animal spirits*”, menor será a atratividade dos bens de produção e, em especial, dos bens de capital. A tendência do agente nesse caso é atribuir um alto prêmio de liquidez aos ativos líquidos relativamente aos bens de produção e de capital como decorrência de uma maior “aversão à incerteza”, bem como de uma maior “percepção de incerteza”, elementos que, como visto, determinam a “confiança” nas “expectativas” formadas durante o processo de decisão. Em casos mais extremos, o “*animal spirits*” pode se mostrar tão fraco a ponto do agente preferir a liquidez de forma absoluta e decidir não fazer nada, postergando indefinidamente a decisão de gasto (Dequech, 2003, p.161).

O mesmo raciocínio aplica-se aos mercados financeiros. As decisões de portfólio envolvem a escolha entre diversos ativos financeiros associados a diferentes graus de liquidez e rentabilidade. Quanto mais fraco o “*animal spirits*”, menor será a atratividade de ativos

menos líquidos, tais como títulos de dívida, ações etc., relativamente à posse de ativos mais líquidos, em especial moeda.

Do ponto de vista das convenções, cabe destacar que tanto a adoção de um comportamento convencional, quanto de um comportamento não convencional, envolve certo grau de “*animal spirits*”. Se há, por exemplo, uma convenção no mercado de bens de manter-se o gasto em investimento em patamar equivalente ao do passado recente, ou uma convenção de aumentá-lo a uma determinada taxa, a fraqueza do “*animal spirits*” levará o agente a romper com essa convenção e preferir manter-se mais líquido que os agentes que a seguirem. Logo, seguir uma convenção pode exigir certo grau de “*animal spirits*”. Em sentido oposto, se o agente estiver considerando romper a convenção vigente e investir mais do que os demais participantes do mercado visando obter lucros adicionais, ele deverá contar com um “*animal spirits*” forte o suficiente para fazê-lo preferir partir para uma posição menos líquida relativamente àquela que a convenção o levaria. Outro exemplo nesse sentido é o do empresário inovador schumpeteriano que rompe com uma ou algumas convenções vigentes, investindo em bens de capital e assumindo, assim, uma posição menos líquida que os concorrentes.

Processo semelhante ocorre nos mercados financeiros. Se a opinião média dos agentes é de que os preços no mercado de títulos, por exemplo, vão subir, o agente deve apresentar certo grau de “*animal spirits*” para seguir essa convenção, caso contrário, preferirá manter-se mais líquido, rompendo com a convenção.

Por seu lado, nos mercados financeiros, o especulador é o exemplo típico do agente que atua de forma não convencional, assim como ocorre com o empresário schumpeteriano nos mercados de bens, que atua de forma a romper com uma ou mais convenções.

Cabe destacar, no entanto, que o caso do especulador financeiro é peculiar em dois aspectos (Dequech, 2003, p.163). Primeiro, porque o especulador pode ser visto não só como aquele que acredita que sabe melhor do que o mercado o que trará o futuro (Keynes, 1936, p. 124), mas que consegue adivinhar as reações do público melhor que o próprio público (Keynes, 1936, p. 115). Nesse último caso, o especulador estaria agindo como a média dos agentes, mas

com certo tempo de antecedência⁸. Em segundo lugar, é difícil identificar nos mercados financeiros qual convenção o especulador estaria rompendo. Isso porque, nesses mercados, há um número relativamente grande de agentes e uma diversidade grande de opiniões, fazendo com que a opinião média não tenha muito significado.

1.4. Teoria da Preferência pela Liquidez

Economia Monetária de Produção

Ao publicar sua obra mais importante, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (Teoria Geral)*, Keynes (1936) estava convencido de que sua inovadora abordagem conceitual iria revolucionar a forma como o mundo encarava os problemas econômicos. Em uma carta escrita em 1935 e destinada a George Bernard Shaw, Keynes expõe claramente sua intenção de trazer ideias revolucionárias ao campo da teoria econômica e não apenas de contribuir marginalmente com a teoria ortodoxa padrão⁹:

To understand my new state of mind, however, you have to know that I believe myself to be writing a book on economic theory which will largely revolutionize not I suppose at once but in the course of next ten years the way the world thinks about economic problems (Keynes, 1935, *apud* Davidson, 1994).

De fato, durante as três décadas seguintes, grande parte dos economistas e formuladores de política econômica viu-se fortemente influenciada pelas ideias keynesianas, especialmente ao ter que lidar com o problema do desemprego (Davidson, 1994).

Apesar de seu aparente sucesso entre os formuladores de política, a academia não foi capaz de incorporar os aspectos mais revolucionários de sua obra. A interpretação que os teóricos da economia convencional deram a Keynes à época da publicação da *Teoria Geral* ficou

⁸ Segundo Keynes (1971, p.324): “Thus, so long as the crowd can be relied on to act in a certain way, even if it be misguided, it will be to the advantage of better-informed professional to act in the same way – a short period ahead”.

⁹ Ao analisar a coleção de escritos de Keynes, Carvalho (1992, p. 38) afirma que o período crucial para o desenvolvimento das ideias que o levaram à formulação da TG foram os anos de 1932 a 1934. Segundo o autor, nesse período Keynes claramente concluiu que alguma forma de ruptura radical com a teoria clássica seria necessária, que a teoria econômica requereria a definição de novos fundamentos se quisesse ter alguma relevância para a análise de economias modernas.

muito aquém da riqueza e da ruptura analítica de suas propostas, retirando-lhes a maior parte de seu caráter inovador (Tymoigne, 2008). Por essa razão diversos autores que buscam uma leitura mais autêntica das obras de Keynes passaram a referir-se a essa interpretação como “síntese neoclássica” ou “keynesianismo ortodoxo”¹⁰.

O processo de depuração ao qual foram submetidas as novas ideias formuladas por Keynes transformou-as em simples proposições de incorporação de novas variáveis e novas restrições aos parâmetros do modelo teórico ortodoxo (Dow, 1993). Essa interpretação reducionista sintetizada no modelo IS-LL (Hicks, 1937) representou, de um lado, a incorporação de algumas inovações ao arcabouço teórico ortodoxo e, de outro, a manutenção de seus principais axiomas.

Desta forma, as novas ideias, em vez de representarem uma contribuição revolucionária à teoria econômica, passaram a ser vistas apenas como situações especiais do modelo ortodoxo padrão. Essas ideias serviriam para explicar, no curto prazo, o funcionamento da economia abaixo do pleno emprego em função, basicamente, da rigidez de preços (em especial dos salários), bem como o funcionamento do mercado monetário em um contexto de armadilha da liquidez.

Mais do que implicações em termos de teoria econômica, o keynesianismo ortodoxo da síntese neoclássica teve profundos impactos na concepção e gestão da política econômica no pós-guerra. Nas décadas de 1950 e 1960, tornou-se hegemônico um receituário keynesiano de política econômica que pregava que medidas de ajuste fino seriam suficientes para corrigir os desequilíbrios decorrentes do funcionamento de uma economia capitalista moderna. Bastaria ao governo manejar adequadamente seus gastos e receitas para reconduzir a economia ao pleno emprego, amenizando assim os danos causados pelos ciclos econômicos. Olhando-se retrospectivamente, observa-se que aquele período ficou marcado por longos anos de crescimento e de estabilidade, fato que explica o grande sucesso, à época, desse tipo de política. Não sem

¹⁰ Joan Robinson chegou a cunhar uma expressão mais eloquente para se referir a essa interpretação de Keynes: “keynesianismo bastardo”.

razão, esse período passou a ser comumente referido na literatura como os anos dourados do capitalismo.

Entretanto, a partir da década de 1970, o mundo passou a experimentar uma nova fase de instabilidade econômica para a qual o velho receituário não produzia mais o resultado esperado e o keynesianismo ortodoxo já não tinha mais respostas. Foi neste contexto de crise que a teoria keynesiana da síntese neoclássica foi fortemente assolada pela crítica e ressurgimento das ideias ortodoxas mais radicais representadas, em um primeiro momento, pela escola monetarista e, mais à frente, pela escola novoclássica. Mesmo a escola novo-keynesiana, que se desenvolve a partir da análise do conceito de “falhas de mercado”, também foi erigida sob os alicerces teóricos da escola neoclássica.

Desafiando a hegemonia do pensamento econômico neoclássico em suas diferentes roupagens, os *pós-keynesianos* apresentam-se, então, como um movimento teórico que busca recuperar a essência das ideias revolucionárias de Keynes, ideias estas que o levaram a romper com o paradigma ortodoxo e a propor um modelo teórico mais adequado à compreensão da dinâmica das economias capitalistas (Davidson, 1984; Minsky, 1975; Carvalho, 1992).

De acordo com o pensamento pós-keynesiano, Keynes teria proposto em seus escritos, especialmente na TG, uma nova *visão de mundo* no sentido schumpeteriano da expressão, levando, desta forma, a uma ruptura radical em relação ao pensamento hegemônico da época. De forma sintética, a *visão de mundo* de Keynes está consubstanciada no conceito de *economia monetária de produção*. O programa de pesquisa pós-keynesiano consiste em desenvolver analiticamente essa *visão de mundo* proposta por Keynes.

Segundo Minsky (1975, p. 57), enquanto a economia clássica e a síntese neoclássica tinham como referência um paradigma de trocas reais (escambo), em que a imagem representativa é a do artesão fazendo trocas na feira de um vilarejo, a teoria de Keynes ergue-se sobre um paradigma financeiro-especulativo, em que a imagem representativa é a de um banqueiro fazendo negócios em Wall Street.

Carvalho (1992, pp. 43-50) propõe que o conceito keynesiano de *economia monetária de produção*, também chamada por Keynes de *economia empresarial*, pode ser apreendido a partir de seis princípios teóricos fundamentais¹¹, os quais formariam o núcleo do programa de pesquisa pós-keynesiano.

O primeiro desses seis princípios é chamado de *princípio da produção*. De acordo com esse princípio, a produção é realizada por firmas que têm por finalidade obter lucros em termos monetários. O objetivo da firma não é gerar utilidade para os seus acionistas, mas sim acumular dinheiro. Reconhece-se, assim, uma particular individualidade da firma que a transforma em um agente de destaque nesse tipo de economia, possuindo motivações e objetivos que não são uma mera modificação de objetivos estabelecidos por outros agentes, tais como as famílias. Ao organizar a atividade produtiva, o interesse da firma não é na quantidade de bens produzidos, mas sim na quantidade de dinheiro que vai lucrar. Analisando essa independência de objetivos da firma, Keynes recupera uma importante contribuição de Marx, como observa Carvalho (1992, p. 44):

Here Keynes acknowledges the “pregnant observation” by Marx that the attitude of business is “of parting with money for commodity (or effort) in order to obtain more money”. The firm exists, in other words, to accumulate wealth and its “satisfaction” is reached when it is able to increase the command it has over wealth. This implies that it is wealth in general, not specific forms of wealth, that is sought by the firm. It is thus wealth in the form of money that is the goal of the firm.

O segundo princípio de funcionamento de uma economia monetária de produção é o *princípio da estratégia dominante*. Keynes claramente reconhece que há uma hierarquia de agentes quanto ao poder de determinar a dinâmica dessa economia. São as firmas que tomam as decisões fundamentais em uma economia desse tipo. A análise keynesiana dos mercados em que as famílias e as firmas interagem entre si, como o de trabalho e de poupança, revela que a quantidade de emprego e de poupança depende da decisão das firmas, na medida em que estas definem os níveis de produção e investimento da economia. Os poupadores e os

¹¹ Por seu lado, Davidson (1984) apresenta os fundamentos de uma economia monetária de produção a partir de três princípios.

trabalhadores apenas se adaptam às decisões tomadas pelas firmas, mesmo que não percebam como esse mecanismo de adaptação ocorre.

Outra fundamental relação de hierarquia reconhecida por Keynes em seus debates posteriores à publicação da *Teoria Geral* diz respeito ao papel central dos bancos no processo de investimento. Conforme será discutido em maiores detalhes no segundo capítulo, as decisões de concessão de crédito dos bancos e sua preferência pela liquidez são fundamentais para a determinação do nível agregado de investimento e, conseqüentemente, de produção, emprego e renda da economia. Dessas decisões depende o adequado funcionamento do circuito *finance-funding*, por meio do qual os projetos de investimento são financiados, tanto no curto prazo (*finance*) quanto no longo prazo (*funding*). Isto ocorre na medida em que os bancos são grandes criadores de moeda em uma economia capitalista, processo que se dá por meio da emissão de moeda bancária a partir da criação de depósitos à vista.

Por fim, cabe destacar que o princípio da estratégia dominante está baseado na ideia de que os recursos produtivos da economia estão desigualmente distribuídos entre os agentes, sendo que o capital se mostra relativamente escasso em face do trabalho.

O terceiro princípio é o denominado *princípio da temporalidade da atividade econômica*. A produção leva tempo. A firma tem que adquirir os insumos (força de trabalho, matéria-prima etc.) com significativa antecedência em relação à venda dos produtos acabados. Disso decorre que as firmas devem decidir a escala de produção baseadas em expectativas quanto à demanda futura dos produtos que serão por ela produzidos. Além disso, cada processo de produção tem uma organização e uma duração diferentes. Logo, os processos produtivos em uma economia monetária de produção não são homogêneos e nem sincronizados. Isso impõe a necessidade à teoria econômica de analisar como as decisões dos agentes são tomadas e implantadas e qual a natureza das inter-relações que se estabelecem entre esses agentes individuais. Isso se torna especialmente relevante na medida em que os fatores de produção são remunerados sob a forma de moeda e os agentes não assumem de antemão nenhum compromisso relativo à forma e ao tempo em que pretendem gastar os recursos monetários recebidos. Nesse

contexto, Carvalho observa que, em uma economia capitalista, a produção é inevitavelmente especulativa.

O quarto princípio que embasa o funcionamento de uma economia monetária de produção é o *princípio da não ergodicidade*. Davidson (1984) foi o autor que melhor desenvolveu e mais destacou a importância desse princípio. De acordo com o princípio da não ergodicidade, os processos econômicos não são estacionários. A grande razão para isso é que o mundo é profundamente marcado pela presença da incerteza fundamental não redutível ao cálculo probabilístico, como já discutido no tópico anterior. Se os processos econômicos fossem estacionários e o mundo ergódico, os agentes, no longo prazo, poderiam aprender como esses processos funcionam e, adaptando seus comportamentos ao ambiente, posições de equilíbrio de longo prazo poderiam ser obtidas. Como o mundo não é ergódico, os agentes são incapazes de conhecer a distribuição de probabilidades objetiva dos eventos futuros. A associação do princípio da não ergodicidade com o princípio da temporalidade implica na noção de irreversibilidade do tempo. Isso é particularmente relevante em termos de construção de modelos teóricos que procurem se adequar minimamente à realidade.

O quinto princípio é o chamado *princípio da coordenação*. É uma característica das economias capitalistas que a divisão social do trabalho não ocorra apenas em relação aos produtos finais, mas também em relação aos próprios processos produtivos. Nesse sentido, os processos de produção são fragmentados entre um grande número de produtores independentes, alguns dedicados à produção de matérias-primas (ex., ferro e carvão), outros à produção de bens intermediários (ex., aço) e assim por diante, até chegar aos produtores dos bens finais (ex., automóvel). Além disso, os produtores de matérias-primas e bens intermediários participam simultaneamente de diversas cadeias produtivas, cada qual com uma quantidade de elos e forma organizacional próprias, o que torna ainda mais complexa a organização do processo produtivo da sociedade como um todo. Nas economias capitalistas, não há mecanismos de planejamento central. A coordenação é obtida *a posteriori* por meio da observação no mercado daquelas decisões que se mostraram acertadas e daquelas que se mostraram equivocadas. Os produtores que tomarem decisões que se mostrarem equivocadas arcarão com perdas, algumas delas podendo implicar sua insolvência. Por essa razão, os agentes irão adotar certos comportamentos e

desenvolver certas instituições a fim de socializar perdas e reduzir a incerteza inerente ao funcionamento desse tipo de economia. Uma das mais importantes instituições desenvolvidas para esse fim é o sistema de contratos futuros denominados em moeda (Davidson, 1984). Os contratos reduzem a incerteza ao permitirem estabelecer *a priori* os termos e cronogramas dos fluxos de recursos reais e financeiros usados na produção, bem como os canais de distribuição dos produtos ao final do processo produtivo. Nem todos os fluxos podem ser predefinidos por meio de contratos futuros, como é o caso dos bens que não são produzidos por encomenda. Logo, mesmo com o desenvolvimento do sistema de contratos futuros, a incerteza continua a ser um elemento de grande impacto para o funcionamento das economias monetárias de produção.

Por fim, o sexto princípio de funcionamento de uma economia monetária de produção é o *princípio das propriedades da moeda*. Como observa Carvalho, esse princípio está intimamente relacionado ao princípio anterior uma vez que, para ser viável a existência de um sistema de contratos monetários, torna-se necessário que a moeda tenha determinadas propriedades relacionadas a restrições quanto a sua criação: *elasticidade de produção* e *elasticidade substituição* nulas ou negligenciáveis. Essas propriedades sustentam o atributo de liquidez da moeda, sua capacidade de liquidar dívidas e sua capacidade de se constituir em poder de compra em geral. Não havendo dúvidas quanto ao atributo de liquidez da moeda, o complexo sistema de contratos monetários que permite aos agentes lidar com a incerteza poderá ser erguido.

Com base nesses princípios, pode-se afirmar que, em uma *economia monetária de produção*, a Lei de Say, que assegura que a produção gera sua própria demanda, não se sustenta. Os agentes econômicos, ao formarem suas expectativas em face de um mundo não ergódico e marcado pela presença de incerteza fundamental, tendem a manter parte de sua riqueza sob a forma de ativos líquidos, em especial, sob a forma de moeda. Agindo dessa forma, os agentes individuais, ao decidirem pela manutenção de parte da sua riqueza sob a forma de moeda – um ativo não reprodutível, que não requer quantidade significativa de trabalho para ser criada –, acabam por levar a economia como um todo a apresentar insuficiência de demanda efetiva e a operar abaixo do pleno emprego. Diferentemente do mundo neoclássico, o desemprego não seria uma simples decorrência do mau funcionamento do mercado de trabalho, devido, por exemplo, à rigidez dos salários, mas decorreria de um processo de formação de

expectativas e de tomada de decisões de agentes individuais em condições de incerteza. Nesse processo, a preferência pela liquidez dos agentes pode fazê-los optar por não gastar parte de sua renda, mantendo-a sob a forma de ativos líquidos e não reprodutíveis, especificamente a moeda.

Moeda e Preferência pela Liquidez

Em resposta aos críticos da *Teoria Geral*, Keynes (1937b) sustenta que trazia duas novidades principais em sua obra: o tratamento da incerteza e sua relação com a moeda; e o conceito de propensão a consumir. Para Keynes, na economia clássica, só comportamentos patológicos poderiam justificar a preferência dos agentes por manter parte de sua riqueza sob a forma de moeda. Em uma visão de mundo caracterizada apenas pela presença de risco estatisticamente mensurável, os agentes sempre disporiam de uma alternativa mais vantajosa para a aplicação de sua renda corrente ou de seu estoque de riqueza. Manter parte da riqueza sob a forma de moeda seria uma irracionalidade, a não ser por motivos transacionais (Carvalho, 1996, p. 42-43). Já na *Teoria Geral*, como visto, o mundo é caracterizado como fundamentalmente incerto e não apreensível pelo cálculo probabilístico, o que torna racional o comportamento dos agentes que decidem manter parte de sua riqueza sob a forma de moeda.

De acordo com Carvalho (1996, p. 43), em uma economia monetária de produção, a presença da incerteza implica que a moeda desempenhe um papel especial. Para Keynes, a moeda teria o poder de acalmar as inquietações derivadas da incerteza em face da qual os agentes são levados a tomar suas decisões.

O princípio keynesiano da demanda efetiva, como já mencionado, seria decorrência desse papel desempenhado pela moeda em um cenário de incerteza. Conforme visto, segundo o princípio da demanda efetiva, é possível que a demanda por bens e serviços seja deficiente a ponto de fazer com que a economia opere persistentemente abaixo do pleno emprego. Isso ocorre na medida em que os agentes optem por usar sua renda – e geralmente o fazem em função da incerteza – para adquirir riqueza não reprodutível, especificamente a moeda, ao invés de usá-la para adquirir bens e serviços em que se emprega trabalho para reproduzi-los.

A manutenção de parte da renda auferida – bem como de parte do estoque de riqueza – sob a forma de moeda funcionaria como uma espécie de “apólice de seguro” contra eventos que não podem ser previstos estatisticamente, sequer de forma subjetiva, em função de um futuro marcado pela incerteza fundamental.

Além da manutenção de saldos monetários como estratégia de defesa contra um futuro incerto, a própria incerteza torna racional aos agentes a manutenção de saldos monetários para o aproveitamento de oportunidades de lucro que possam surgir em algum momento do futuro próximo. Em função de certo grau de imprevisibilidade trazida pela incerteza, pode ser muito mais vantajoso para o agente econômico arcar no presente com o custo de oportunidade pela manutenção de recursos líquidos sob a forma de moeda, na medida em que, em um segundo momento, novas oportunidades bastante lucrativas de alocação desses recursos podem surgir.

Nesse sentido, como a moeda também desempenha a função de meio de pagamento, uma importante “conveniência” que facilita o processo de trocas em uma economia monetária de produção, uma teoria mais adequada a uma economia desse tipo teria que lidar com essa multiplicidade de papéis da moeda.

Nos debates com Ohlin e Robertson que se seguiram à publicação da *Teoria Geral*, Keynes defendeu a posição de que a taxa de juros seria a recompensa por abrir-se mão da liquidez. Nesse sentido, Keynes, ao defender que a taxa de juros é o preço que guia a escolha entre a forma líquida e a forma ilíquida de riqueza, opôs-se à proposição da economia clássica de que a taxa de juros seria o preço de abrir-se mão do consumo presente em favor do consumo futuro (Carvalho, 1996, p. 43).

Cabe destacar que a pedra fundamental da análise monetária de Keynes, bem como da escola pós-keynesiana, é a relação entre moeda e contratos (Carvalho, 1996, p. 47-49). Em uma economia em que a produção é organizada por agentes privados autônomos em busca de ganhos individuais em face de uma realidade marcada pela presença de incerteza não redutível a risco, a existência de contratos futuros denominados em moeda reduz e socializa as incertezas inerentes às atividades produtivas, permitindo certo controle de custos para os empresários (Davidson, 1978; 1984).

Ao tratar da importância do sistema de contratos para o funcionamento de uma economia monetária de produção, Davidson (2007, p. 77-78) observa:

In our entrepreneurial, market oriented economy system, money contracts are used ubiquitously to organize production and exchange transactions. Money contracts are a human institution that have been developed to help transactors deal with an uncertain future while engaging in complex, time consuming production and exchange transactions. In our world, entrepreneurs of business enterprises are continually making production, hiring, marketing and sales decisions that require them to enter into monetary contractual commitments. The use of such contracts provides some legal assurance to the contracting parties as to their future cash inflows and outflows. *The sanctity of money contracts is the essence of the entrepreneurial system.* If either party to a legal contract reneges on its commitment, under the civil law of contracts, the aggrieved party can request that the State enforce the contract. Enforcement will require the other party to honor its contractual commitments or else pay a sum of money sufficient to compensate the aggrieved party for any pecuniary damages suffered. In others words, the State can always require the defaulting party to discharge its contractual obligation by the payment of a sum of money [...] The civil law of contracts has evolved to help humans organize time consuming production and exchange processes in a world of uncertainty where the ergodic axiom is not applicable.

A existência de um sistema de contratos futuros denominados em moeda proporciona, assim, um grau mínimo de previsibilidade para os processos econômicos, tendo em vista a presença da incerteza fundamental. Em um sistema de contratos desse tipo, a moeda atua de duas maneiras: como unidade de conta, isto é, como o padrão de medida na qual o contrato é expresso, e como meio de pagamento, por meio do qual o contrato pode ser cumprido ou desfeito. Além desses dois papéis, em uma economia monetária de produção, a moeda torna-se um ativo justamente por essa capacidade de liquidação das obrigações contratuais (Davidson, 1978). Desta forma, a moeda desempenha também a função de reserva de valor.

Especificamente sobre o papel da moeda, Davidson (2007, p. 78) acrescenta:

[...] money and liquid assets (where the latter are defined as assets that are readily convertible into money by being sold in an organized, orderly market) can be envisioned as *liquidity time machines* that permit the contractual settlement power of income earned

today to be carried forward into the future when a saver may want to make a total sum of purchases that exceed his/her future income at any future point of time.

A capacidade inerente à moeda de liquidar contratos é a fonte última de seu atributo de liquidez. Desta forma, quando a data de vencimento da obrigação contratual chega, o agente que possui moeda não corre o risco de se ver incapaz de cumprir com o compromisso contratual e de sofrer as sanções institucionais pelo inadimplemento, o que poderia significar até sua insolvência. Já os detentores de outras formas de riqueza devem realizar primeiramente a conversão dos respectivos ativos em moeda para, em seguida, proceder à liquidação do compromisso, o que dependerá da situação dos respectivos mercados de ativos no momento da conversão.

Por ser a forma mais geral de riqueza, a moeda constitui-se no objeto mais adequado para a adoção de estratégias defensivas em face do futuro incerto. Destacando-se dos demais ativos, o principal retorno associado à moeda vem sob a forma de um “prêmio de liquidez”.

A moeda, em virtude de sua liquidez plena, proporciona ao seu detentor a flexibilidade de adaptação particularmente útil em face de eventos imprevisíveis que um futuro incerto pode trazer. A incerteza é o grande motivo para os agentes preferirem manter suas escolhas abertas até que o ambiente se torne claro o suficiente para permitir a tomada de decisões. A moeda é o ativo que, por excelência, permite manter as opções abertas.

Os demais ativos, por não oferecem a mesma capacidade de defesa contra a incerteza, pagam em compensação um determinado rendimento a seus detentores. Para que os agentes aceitam reter formas menos flexíveis de riqueza, é necessário que esse risco maior de iliquidez seja compensado por um maior rendimento pecuniário. A taxa de juros representa, assim, a compensação pecuniária capaz de convencer os agentes a abrir mão de ativos mais líquidos por ativos menos líquidos. Desta forma:

[...] quanto maior a iliquidez de um ativo, maior tem de ser, em equilíbrio, a compensação paga para convencer os detentores de riqueza a aceitarem os riscos que ele

representa. Esse mecanismo de determinação da taxa de juros é a afirmação fundamental da preferência pela liquidez (Carvalho, 1996, p. 49).

No capítulo 15 da *Teoria Geral*, Keynes (1936, pp. 139-147) apresenta sua teoria de preferência pela liquidez. No entanto, segundo Carvalho, muitos autores consideram a discussão sobre preferência pela liquidez e determinação da taxa de juros melhor desenvolvida no livro “Tratado sobre a Moeda” (TM). Enquanto que, na *Teoria Geral*, a discussão sobre preferência pela liquidez ocorre em termos de demanda e oferta de moeda, no TM, Keynes adotou uma abordagem mais geral, identificando dois circuitos de circulação monetária: a *circulação industrial* e a *circulação financeira*.

A *circulação industrial* corresponde ao montante de moeda necessário ao fluxo de bens e serviços produzidos na economia, o qual vai variar em função do tempo médio em que a moeda é retida entre uma e outra transação. Keynes segregou as famílias das firmas por apresentarem diferentes hábitos de pagamento e, conseqüentemente, diferentes velocidades de circulação da moeda. Nesse circuito, a principal função da moeda é de facilitar as trocas. Daí decorre sua “conveniência”. Dentro dessa perspectiva, a manutenção de saldos monetários só se justificaria por motivos transacionais. Assim, o conceito de *circulação industrial* incorpora uma visão de moeda muito próxima da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que é a base da teoria monetária da escola clássica. Nesse sentido, Carvalho (1996, p. 50) lembra que Keynes havia afirmado na *Teoria Geral* que a TQM não é propriamente incorreta, mas principalmente incompleta.

A grande diferença da teoria de Keynes em relação à TQM repousa, então, sobre a *circulação financeira*. Esse circuito, diferentemente do anterior, engloba as operações com ativos financeiros. Portanto, não está relacionado à renda corrente, mas sim às decisões dos agentes sobre a alocação dos seus estoques de ativos. Nesse circuito, a moeda não é um mero meio de circulação, mas se torna um dos ativos entre as opções postas aos agentes, destacando-se, assim, em sua função de reserva de valor.

Na *circulação financeira*, os saldos monetários ali mantidos podem ser classificados em dois tipos: *saldos ativos* e *saldos inativos*. A manutenção de moeda sob a forma

de *saldos ativos* tem por finalidade facilitar as operações de compra e venda de ativos. A moeda seria, assim, uma “conveniência” para o bom funcionamento do processo de trocas. Já a retenção de moeda sob a forma de *saldos inativos* visa, de um lado, fazer frente a eventos inesperados decorrentes de um futuro marcado pela incerteza fundamental e, de outro, aproveitar oportunidades de ganhos com base em expectativas favoráveis de mudanças futuras no preço dos ativos financeiros.

Carvalho (1996, p. 50-51) observa que, em uma economia monetária de produção, a moeda possui funções bastante complexas, ao conectar a *circulação industrial* e a *circulação financeira*. Desempenha, assim, um duplo papel, atuando como meio de pagamento e como reserva de valor. Esse duplo papel, se de um lado facilita as transações no lado real da economia, de outro, tem o potencial de gerar sérios problemas relacionados ao nível de atividade na medida em que a atratividade da moeda como ativo pode tornar-se maior que a dos bens de capital. Os bancos, cujo papel será mais detalhadamente discutido no próximo capítulo, exercem uma função crucial em uma economia monetária de produção uma vez que o processo de criação de depósitos bancários e de moeda bancária é a principal fonte criadora de moeda nesse tipo de economia.

Na *Teoria Geral*, ao tratar da preferência pela liquidez, Keynes (1936) abandona a dicotomia entre *circulação industrial* e *circulação financeira* e adota uma abordagem mais abstrata e convencional de “motivos para se demandar moeda”. Em vez de *circulação industrial*, Keynes utiliza o conceito de demanda por moeda pelo *motivo transacional* e, em vez de *circulação financeira*, trabalha com os conceitos de demanda por moeda pelo *motivo precaução* e pelo *motivo especulação*.

Como já mencionado, a demanda por moeda pelo *motivo transação* não traz nenhuma diferença mais substancial em relação à TQM. Por se relacionar com a retenção de saldos monetários como antecipação da compra rotineira de bens e serviços, a demanda transacional de moeda estaria diretamente relacionada à renda corrente.

O *motivo especulação*, por seu lado, é um desenvolvimento das ideias apresentadas no TM e está vinculado à manutenção de saldos monetários como forma de

aproveitamento de oportunidades de ganhos em função de expectativas de mudanças nas taxas de juros. De acordo com Carvalho (1996, p. 52):

O motivo especulação baseia-se na ideia de **normalidade**, herdada (e modificada) por Keynes de Marshall. Rejeitando a noção neoclássica de uma taxa **natural** de juros enraizada em fatores reais (tais como preferências intertemporais e produtividade), Keynes sugeriu, ao invés, que todo agente que opera com ativos tem uma avaliação subjetiva, dada sua própria experiência e seu acesso à informação, do que constitui uma taxa **normal** de juros, que espera que prevaleça depois que se descontem as flutuações observadas nessa variável, no curto prazo.

Desta forma, a *taxa normal de juros*, além de um caráter subjetivo e convencional, funcionaria como uma âncora para as expectativas dos agentes em relação a movimentos futuros da taxa de juros. Assim, o agente, ao considerar uma situação em que as únicas alternativas fossem comprar um ativo financeiro (títulos pré-fixados) ou reter moeda, tomaria sua decisão com base na comparação entre sua expectativa quanto à taxa de juros futura e a taxa de juros corrente. Se a taxa de juros esperada no futuro for menor que a taxa de juros corrente, o agente seria levado a comprar títulos e, se a taxa de juros esperada for maior que a corrente, o agente tenderia a manter seus recursos sob a forma de moeda.

O terceiro motivo para demandar moeda é o *motivo precaução*. Carvalho observa que esse conceito foi tratado na *Teoria Geral* de forma surpreendente superficial. Uma vez que esse motivo está profundamente conectado com a noção de incerteza – importante ponto de divergência de Keynes com a economia clássica –, seria de se esperar um tratamento mais cuidadoso e aprofundado. Em função da possibilidade de verem suas expectativas frustradas quanto a um futuro incerto, os agentes tendem a manter parte de sua riqueza sob a forma de moeda, usando-a, assim, como estratégia de proteção. Nesse cenário, o *estado de confiança* dos agentes em relação às expectativas por eles formadas será determinante para decisão de manter saldos monetários maiores ou menores. A *demanda especulativa* por moeda estaria, assim, mais relacionada às expectativas específicas quanto ao futuro da taxa de juros, enquanto que a demanda de moeda pelo *motivo precaução* estaria mais relacionada com o grau de confiança naquelas expectativas.

Após a publicação da *Teoria Geral*, em função dos debates que se seguiram, Keynes admitiu um quarto motivo para reter moeda, o chamado *motivo financeiro*. Esse motivo seria uma ponte entre a *circulação industrial* e a *circulação financeira*, uma vez que ele se refere a saldos monetários mantidos em antecipação da compra de bens de investimento. O *motivo financeiro* assemelhar-se-ia, assim, ao *motivo transação*, só que seria marcado por um comportamento diferente na medida em que as despesas com bens de investimento não são rotineiras, o que rompe a proporcionalidade entre a renda corrente e a demanda por moeda. Nesse sentido, a demanda por moeda pelo *motivo financeiro* aumentaria quando os gastos discricionários com bens de investimento crescessem. A introdução desse motivo e o nome que lhe foi dado têm gerado grandes e periódicas controvérsias desde então. De acordo com Carvalho (1996, p. 54), embora Keynes tenha deixado claro que o *motivo financeiro* é uma razão para se reter moeda, o uso do termo “*financeiro*” deu origem a todo tipo de equívoco, sendo associado ora à poupança, ora ao crédito, e assim por diante.

Analisando a forma como a preferência pela liquidez foi apresentada por Keynes nos capítulos 13 e 15, Carvalho conclui que, apesar da estrutura dos argumentos terem sido bastante alterada em relação ao TM, a versão apresentada na *Teoria Geral* conservou a principal característica da abordagem anterior: a relação entre moeda, contratos e incerteza. Referindo-se à abordagem da preferência pela liquidez feita na *Teoria Geral*, Carvalho (1996, p. 54) sustenta que:

A relação entre moeda e incerteza foi abordada por dois caminhos: por um lado, ela abriu o espaço para a influência de estados de confiança através do motivo precaução; por outro, ela substituiu a ideia de taxa natural de juros pela noção de taxa normal de juros, formada subjetivamente pelos agentes que operam nos mercados monetário e de capitais.

Na maior parte da *Teoria Geral* e especificamente no capítulo 15, a teoria de preferência pela liquidez foi construída e apresentada a partir de um modelo dicotômico, em que os agentes têm disponíveis apenas duas opções para aplicação de seus recursos: moeda e títulos. A moeda representa a opção pela liquidez e os títulos, a opção pela iliquidez.

Cabe observar, no entanto, que no capítulo 13, ao discorrer sobre a teoria geral da taxa de juros, Keynes indicou que a preferência pela liquidez manifesta-se em graus. Desta forma, os juros pagos pelos títulos seriam a compensação por seu menor grau de liquidez, quando comparados com a moeda. De acordo com Carvalho (1996, p. 55), a opção metodológica adotada por Keynes de apresentar a preferência pela liquidez de forma dicotômica trouxe uma série de dificuldades para a compreensão de suas ideias:

Trabalhar com apenas dois ativos compostos tem a vantagem de tornar claro que a verdadeira natureza do juro reside em ser uma compensação pelo risco de iliquidez mais do que um prêmio pela abstenção de consumo por si, que era o ponto de vista "clássico". Essa postura, porém, envolve duas fraquezas importantes: ela tornou possível aos keynesianos da síntese neoclássica reduzir a preferência pela liquidez a uma simples formulação da demanda por moeda, em senso estrito; e, em segundo lugar, ela pode levar leitores menos cuidadosos a ignorar que a taxa de juros é um índice relacionado a um ativo composto. Esses intérpretes menos cuidadosos tenderam a escolher arbitrariamente uma entre as taxas de juros observadas no mercado para representara taxa de juros de A Teoria Geral, originando infundáveis, mas essencialmente inúteis, debates a respeito de quais taxas Keynes tinha em mente quando apresentou sua teoria de demanda por moeda e seu modelo da teoria do investimento pela eficiência marginal do capital. Há apenas uma taxa de juros em A Teoria Geral, porque há apenas um ativo alternativo à moeda, do mesmo modo que modelos que comportem um único bem ("renda") só identificam um único preço (o nível geral de preços).

No entanto, apenas no capítulo 17, Keynes amplia sua abordagem analítica de forma a incorporar uma ampla variedade de ativos disponíveis no mercado, rompendo com a abordagem dicotômica até então utilizada. Desta forma, a *teoria da preferência pela liquidez* passa a ser apresentada de uma forma mais ampla, evoluindo para uma *teoria da precificação de ativos*. A liquidez é, então, claramente tratada como uma questão de graus. Segundo Keynes (1936, p.167):

É claro que não existe um padrão de "liquidez" absoluto, mas simplesmente uma escala de liquidez – um prêmio variável que se tem de levar em conta, além do rendimento do uso e dos custos de manutenção, ao calcular o atrativo de conservar diversas formas de riqueza. A noção do que contribui para a "liquidez" é, em parte, vaga, modificando-se de

tempos em tempos e dependendo das práticas sociais e das instituições. Existe, entretanto, na ideia dos proprietários de riqueza uma ordem de preferência bem definida, na qual eles exprimem em qualquer tempo o que pensam a respeito da liquidez, e não precisamos de mais nada para nossa análise do comportamento do sistema econômico.

O grau de liquidez de um ativo pode ser entendido como uma função direta da rapidez com que ele é convertido em meio de pagamento e concomitantemente como uma função inversa das perdas de valor nesse processo de conversão. Dito de outra forma, a liquidez depende da probabilidade do ativo ser rapidamente convertido em meio de pagamento e das perdas de capital esperadas durante a conversão. Logo, um ativo para ser totalmente líquido deverá possuir a probabilidade máxima de ser convertido instantaneamente em meio de pagamento sem perda de capital. A moeda é o ativo que dispõe dessa característica, uma vez que ela já é o meio de pagamento institucionalmente aceito, não necessitando, assim, ser convertido. É possível que, dependendo da institucionalidade de cada economia, outros ativos possam vir a dispor de características semelhantes à moeda e, nesse caso, seriam vistos como potenciais substitutos da moeda ou quase-moedas.

Ao ampliar sua abordagem de apresentação da teoria de preferência pela liquidez, Keynes parte do princípio geral de que diferentes ativos deveriam compensar seus diferentes graus de liquidez com diferentes retornos pecuniários, inversamente proporcionais ao seu grau de liquidez. Nesse sentido, Keynes desenvolve o conceito de *taxas próprias de juros*.

De acordo com Keynes (1936, pp. 159-161), o conceito de *taxas próprias de juros* prevê que o retorno total proporcionado por um ativo seria obtido a partir de quatro atributos:

- (i) q , que corresponde à taxa de rendimento esperada pelo uso do ativo, ou seja, a razão entre os retornos esperados do ativo e seu preço corrente;
- (ii) c , que corresponde ao custo esperado de manutenção ou de carregamento do ativo, calculado pela razão entre os custos esperados e seu preço corrente;
- (iii) l , que corresponde ao prêmio de liquidez, equivalente ao quanto os agentes estariam dispostos a pagar em razão da segurança potencial oferecida pela liquidez;

- (iv) a , que corresponde à apreciação ou depreciação esperada do valor de mercado do ativo, calculada pela razão entre a variação do preço esperado e seu preço corrente.

Desta forma, a *taxa própria de juros* (j) de cada ativo é dada por:

$$j = a + q - c + l \quad (1)$$

De onde se segue que:

$$PC = PE - PC + Q - C + l.PC \quad (2)$$

Portanto, o preço corrente de um ativo (PC), medido em termos monetários, depende dos ganhos líquidos esperados proporcionados pelo ativo em questão ($Q - C$), da valorização esperada desse ativo ($PE - PC$) e de seu prêmio de liquidez ($l.PC$).

Como observado por Kaldor, a variável referente ao prêmio de liquidez (l) foi definida por Keynes de uma forma problemática tendo em vista o manejo do modelo, uma vez que sua escala de valores toma como referência um valor máximo da liquidez para a moeda que não está definido *a priori*. Kaldor apresenta uma solução simples: criar uma nova variável (r) para expressar o risco de iliquidez em substituição à variável (l) com uma escala de valores que começaria em zero (risco de iliquidez da moeda) e assumiria valores negativos e decrescentes proporcionais à menor liquidez de cada ativo (Carvalho, 1992, p.89). Desta forma, a nova variável seria dada pela seguinte fórmula de conversão:

$$r = -l \quad (3)$$

Assim, a *taxa própria de juros* (j) de cada ativo passaria a ser dada por:

$$j = a + q - c - r \quad (4)$$

De onde se segue que:

$$PC = PE - PC + Q - C - r.PC \quad (5)$$

Carvalho (1992, p.84) sustenta que o modelo de *taxas próprias de juros* permite a comparação dos retornos totais esperados entre os diversos ativos considerados, inclusive a moeda:

The own-rate of interest measures, then, the total returns expected from an asset, not only in value terms but also in terms of safety against disappointments of expectations. It is the latter attribute that allows us to consider money as an asset and to compare its “return” with the value returns offered by other assets.

Por meio de operações de arbitragem, as taxas próprias de juros de todos os ativos disponíveis no sistema tendem a se equiparar. Desta forma, o baixo grau de liquidez de um ativo tende a ser compensado pelo maior rendimento esperado em termos monetários. O exemplo mais típico dessa situação seriam os ativos de capital.

Da determinação do preço corrente dos ativos (*PC*), decorrem as sinalizações para que os produtores aumentem ou diminuam a produção daquele ativo. Segundo Carvalho (1996, p. 60):

Se a relação obtida entre *PC* e *PE* for tal que $PC > PE$, teremos o que Keynes chamou de *backwardation*, que significa que aquele ativo é relativamente escasso, de modo que os compradores estão dispostos a pagar um prêmio pela sua posse imediata, ao invés de esperar pela data futura em que o preço estará menor. Se esse ativo em particular foi reprodutível, $PC > PE$ estará sinalizando aos seus produtores a oportunidade de obtenção de lucros pela expansão da produção.

Cabe observar que, no modelo apresentado de *taxas próprias de juros*, o prêmio de liquidez (*l*) não é a única variável a capturar o impacto da incerteza. Se as condições de mercado de um determinado bem ou serviço tornarem-se mais duvidosas, o aumento da incerteza sobre os retornos de um investimento em ativos de capital para a produção daquele bem ou serviço estará refletido na redução do valor do rendimento esperado (*q*). O mesmo raciocínio aplica-se ao custo esperado de carregamento (*c*) e, em certa medida, à valorização esperada (*a*), uma vez que a valorização do ativo está relacionada em grande medida à liquidez do ativo. Desta forma, o prêmio de liquidez (*l*) capta fundamentalmente as incertezas relativas à probabilidade do agente dispor rapidamente do ativo no futuro sem perdas, enquanto que as incertezas relativas aos

rendimentos esperados, custos esperados e valorização esperada são capturadas pelas demais variáveis do modelo (Carvalho, 1992, p. 85). Nesse sentido, a incerteza faz-se presente em todos os componentes do modelo de *taxas próprias de juros* e não apenas no prêmio de liquidez (l).

De acordo com esse modelo, a moeda também é considerada como um ativo, só que não proporciona rendimentos e nem possui custos de carregamento significativos ($a + q - c = 0$), mas em contrapartida fornece o maior prêmio de liquidez (l). Sua *taxa própria de juros* (equação 1) é, portanto, maior que zero ($j_m > 0$). Constituindo-se, desta forma, em uma opção no processo de alocação de ativos dos agentes econômicos, a quantidade de riqueza que será alocada sob a forma de moeda vai depender da comparação de sua *taxa própria de juros* com as *taxas próprias de juros* dos demais ativos. Nesse sentido, os agentes poderão decidir não só a parcela da sua riqueza que desejam manter sob a forma de moeda, mas também a parcela de riqueza alocada em cada um dos demais ativos disponíveis.

Dentro dessa linha de argumentação, Carvalho (1992, p. 93) observa:

[...] contrary to a widespread belief that Keynesian macroeconomics had nothing to say about relative prices, the whole model is based on a theory of relative prices of assets. It shows that decisions to purchase particular kinds of assets are not independent of the other choices available, making it possible to study the behaviour of aggregate investment as a result of the choices of private agents comparing the various forms of accumulating wealth that are available. But the model also allows us to realize that money is also an option of storing wealth that is especially efficient to face the uncertainties of the future, give its liquidity premium. When expectations are optimistic, and uncertainty is low, the liquidity is not as important as the possibility of having monetary gains. The own-rate of interest of money then, at the current spot prices, becomes lower than the own-rates of those assets that are expected to yield gains in a or in $q - c$, such as capital goods. People will try to give up money to obtain investment goods, the spot prices of these will rise and new production will be stimulated. Conversely, if uncertainty is high, the liquidity premium of money will probably be higher than the monetary yields offered by other assets, such as investment goods. People will try to keep liquid portfolios, depressing prices of capital goods and leading to a contraction in the capital goods-producing sector.

No mesmo sentido, Wray (2006a, pp. 47-48) destaca:

O retorno esperado de qualquer ativo medido em termos monetários é $q-c+l+a$ [...] Esse retorno total pode ser usado para calcular a eficiência marginal de qualquer ativo, inclusive o dinheiro. A composição dos retornos varia de ativo para ativo, sendo que os ativos não líquidos têm a maior parte do retorno em termos de $q-c$, enquanto a maior parte do retorno dos ativos líquidos consiste de l , avaliado subjetivamente. Se um ativo reproduzível apresenta uma eficiência marginal maior do que o dinheiro, ele é produzido até o ponto em que sua eficiência marginal se equipara com a eficiência marginal do dinheiro [...] Um ativo não reproduzível que tenha uma eficiência marginal maior do que o dinheiro terá seu preço aumentado até o ponto em que seu retorno se iguale ao retorno do dinheiro. Por fim, mudanças nas expectativas têm impactos diferentes sobre a eficiência marginal dos diferentes tipos de ativos. O aumento da confiança sobre a performance futura da economia leva a um aumento dos qs dos ativos de capital e diminui os valores subjetivos atribuídos às posições de liquidez (os ls caem), de modo que a eficiência marginal do capital aumenta relativamente aos ativos que obtêm a maior parte do seu retorno a partir de l . Nesse caso, ativos de capital serão produzidos (investimento aumenta, acionando o “multiplicador”) e todo o espectro de preços dos ativos muda. Portanto, as expectativas relativas ao futuro entram na determinação do nível de equilíbrio do produto e do emprego, nível esse definido como a posição na qual as firmas contratam exatamente aquela quantidade de trabalho para produzir o montante de produto que esperam vender.

Entre os autores que ajudaram a desenvolver a teoria de preferência pela liquidez de Keynes, cabe mencionar as contribuições de Kaldor (1939), Davidson (1978) e especialmente de Minsky (1975; 1982; 1986).

Kaldor argumentou que o atributo de liquidez de um ativo depende em grande medida da existência de mercados à vista para a comercialização dos estoques existentes. Nesses mercados, a figura do especulador desempenha papel estratégico na medida em que ele assume os riscos de agir contra a tendência corrente de mercado de forma a antecipar mudanças futuras nos preços dos ativos, embora caiba reconhecer que seu comportamento possa ser desestabilizador em algumas situações. A existência de especuladores atuando em mercados organizados cria a possibilidade dos agentes de se desfazerem mais facilmente de seus ativos quando assim o quiserem, influenciando positivamente o seu prêmio de liquidez. Com isso, a liquidez adquire um

forte caráter institucional, na medida em que depende da existência de mercados organizados criados por agentes privados ou pelo Estado.

Davidson desenvolveu a análise de Kaldor sobre a operação dos mercados, destacando o papel estratégico e estabilizador desempenhado pelos chamados *market-makers*. Os *market-makers* são operadores residuais que desempenham as funções sustentadas por Kaldor de estabilizar os mercados: eles agem contra as correntes do mercado, como se fossem agentes com informação superior a dos demais acerca dos rumos do mercado. Ao agir dessa maneira, os *market-makers* acabam por amortecer as flutuações nos preços dos ativos, aumentando conseqüentemente seu prêmio de liquidez.

Minsky, por seu lado, deu uma contribuição bastante significativa à *teoria de precificação de ativos* ao propor que não apenas os ativos dos agentes deveriam ser considerados no modelo, mas também seus passivos. Um agente, ao escolher ativos para aquisição, não está limitado aos recursos próprios, uma vez que pode aumentar seus recursos disponíveis por meio do acesso ao crédito, emitindo dívida em contrapartida. Na medida em que os preços dos ativos dependem da demanda e que a possibilidade de emissão de dívida influencia o nível da demanda por ativos, as condições em que dívidas podem ser criadas influenciam os limites à demanda por ativos e, conseqüentemente, as taxas de retorno oferecidas por cada tipo de ativo. Nesse sentido, o modelo teórico deve incorporar não apenas as decisões dos agentes relativas a compras de ativos, mas também o volume e os termos das obrigações que esses agentes estão dispostos a emitir para aumentar suas aquisições de ativos.

Minsky reinterpretou, assim, a fórmula keynesiana da *taxa própria de juros* de forma a considerar o valor de todo o portfólio de ativos e passivos do agente. Desta forma, o valor corrente de um portfólio (PC) seria determinado pelos rendimentos esperados dos ativos que o compõem (Q), menos o custo de retenção desse portfólio (C), representado principalmente pelo custo de juros pagos sobre os recursos tomados emprestados, mais a variação esperada do valor daqueles ativos quando o tempo de rearranjar o portfólio chegar, considerado o grau de liquidez da posição em ativos, representada pela proporção dedicada à moeda e às quase-moedas, e as facilidades de acesso a crédito adicional (Carvalho, 1996, p. 61).

Desta forma, a estratégia de acumulação de riqueza do agente passa a ser representada por seu balanço como um todo (ativos e passivos) e não apenas pelos seus ativos. Com isso, o perfil temporal de seus fluxos de caixa esperados e o estoque de ativos líquidos tornam-se relevantes não só para a determinação do grau de solvência desse agente, mas também para determinar a posição de liquidez de seu portfólio. Descasamentos de prazos entre os fluxos esperados de recebimentos e o vencimento das obrigações afetam a liquidez do portfólio e podem comprometer a sua solvência. A manutenção de ativos líquidos – moeda em específico – no portfólio proporcionaria uma proteção contra os descasamentos de fluxos de caixa, especialmente os que podem surgir de forma não esperada. Nesse sentido, a fragilidade de um balanço pode ser medida pela comparação intertemporal entre as entradas e as saídas de caixa esperadas, bem como pelo estoque de ativos líquidos retidos.

Nesse sentido, Carvalho (1996, p. 62) sustenta que o modelo de fragilidade financeira cíclica desenvolvido por Minsky pode ser visto como um desenvolvimento de uma generalização da *teoria da preferência pela liquidez* a partir da incorporação das obrigações emitidas pelos agentes.

Por fim, discorrendo sobre a importância do modelo de *taxas próprias de juros*, Carvalho (1992, p. 93) afirma:

The model of own-rates of interest is thus the heart of Keynes's and Post Keynesian macroeconomics because it is the general model from which the more specific theories of liquidity preference and the marginal efficiency of capital will be derived. In fact the latter are just applications of basic model of asset choice and cannot be adequately studied in isolation. The role of expectations and uncertainty is highlighted and a particular vision of capitalist dynamics is defined.

Nesse sentido, o autor ressalta a centralidade do modelo de *taxas próprias de juros* para a macroeconomia keynesiana e pós-keynesiana, destacando sua importância para a teoria da preferência pela liquidez e para o conceito de eficiência marginal do capital.

1.5. Dinâmica da Fragilização Financeira

Dentre os autores *pós-keynesianos*, a contribuição mais importante para o entendimento da dinâmica das economias capitalistas modernas foi trazida por Minsky. Partindo do arcabouço teórico criado por Keynes, Minsky apresenta sua *Hipótese de Instabilidade Financeira* (HIF) como uma teoria destinada a explicar os movimentos cíclicos de produto e emprego observados nesse tipo de economia (Minsky, 1975; 1982; 1986). De acordo com o autor, a esfera financeira da economia age ora amortecendo, ora amplificando o investimento e, desta forma, determina o ritmo da economia (Minsky, 1975, p.130). Seu modelo teórico procura desvendar o processo endógeno de fragilização das economias capitalistas a partir de sua esfera financeira.

Inicialmente é importante destacar que a obra de Minsky é profundamente marcada pela presença de elementos históricos e institucionais. Ao reconhecer a existência de variedades diferentes de capitalismo, Minsky dedicou-se a analisar mais profundamente uma delas: o capitalismo que se desenvolveu nos países industrialmente avançados a partir do final da Segunda Guerra Mundial. Nesse sentido, o autor desenvolve um modelo teórico que, apesar das especificidades internas inerentes a qualquer agrupamento de países, seria passível de aplicação a todos estes, pelo menos em um nível mais geral (Papadimitriou & Wray, 1999).

Sua maior contribuição foi ter acrescentado à teoria keynesiana uma elaborada análise do componente financeiro inerente às decisões de investimento, as quais, tanto para Keynes quanto para Minsky, constituem o elemento-chave para a explicação dos movimentos cíclicos da economia capitalista. Logo, o ponto de partida de sua abordagem é a visão keynesiana de investimento como o determinante principal da variação, em termos agregados, da renda e do emprego.

Os elementos estruturantes de seu modelo conceitual estão todos consubstanciados no que foi chamado de *paradigma de Wall Street*. Assim como o modelo conceitual de *economia monetária de produção* de Keynes, o *paradigma de Wall Street* também se contrapõe ao paradigma de *troca real* ou da *feira aldeã walrasiana*, cuja expressão analítica mais elaborada é o modelo de equilíbrio geral de Arrow-Debreu.

O *paradigma de Wall Street* baseia-se na concepção de uma economia capitalista financeiramente sofisticada, com dois níveis de preços, um complexo de instituições financeiras e múltiplas ligações entre mercados financeiros, de trabalho e de produtos. Em um modelo de economia com essas características, estaria invalidada a proposição de Adam Smith de que agentes exclusivamente guiados por interesses egoístas seriam levados a realizar ações que conduziriam a economia a uma posição socialmente ótima (no sentido de Pareto), como se fossem conduzidos por uma “mão invisível” (Minsky, 1994). De acordo com Minsky, nesse tipo de economia, a dinâmica inerente ao comportamento esperado dos agentes e mercados conduziria a economia a uma trajetória marcada por um crescente grau de fragilização financeira até o despontar de um momento de ruptura e crise.

Antes de abordar especificamente a HIF, cabe ressaltar que Minsky escreve sua obra em um momento histórico diferente daquele em que Keynes viveu, tendo, assim, a possibilidade de presenciar desdobramentos importantes no funcionamento das economias capitalistas modernas, especialmente no que diz respeito ao funcionamento dos sistemas financeiros e às novas formas de intervenção do Estado. Em relação ao desenvolvimento dos sistemas financeiros, é interessante recorrer à tipologia desenvolvida por Victoria Chick relativa à evolução do sistema bancário inglês como forma de situar o estágio de desenvolvimento das economias vivenciadas por Keynes e Minsky (Chick, 1994).

De acordo com a autora, a evolução do sistema bancário pode ser subdividida conceitualmente em seis estágios. O primeiro deles é caracterizado pela presença de bancos pequenos e numerosos. Nesse estágio, as obrigações emitidas por essas instituições ainda não são utilizadas como meio de pagamento. As instituições bancárias funcionam basicamente como depositárias de poupança e o montante de concessão de empréstimos de cada instituição está diretamente vinculado ao volume de suas reservas, que por sua vez decorre do volume de depósitos captados. O segundo estágio é marcado pela presença de grandes bancos. Os depósitos bancários já começam a ser largamente utilizados como meio de pagamento em substituição à moeda fiduciária estatal. Em razão do desenvolvimento da moeda bancária, as instituições adquirem o poder de conceder crédito sem maiores receios de perdas em suas reservas. O terceiro estágio é marcado pelo desenvolvimento do mercado interbancário de forma que os bancos

passam a trocar reservas entre si a fim de atenderem aos requisitos legais de liquidez. Nesse estágio há um aumento considerável na capacidade de concessão de crédito do sistema. Além disso, o banco central começa a intervir no mercado monetário com o objetivo de controlar a taxa de juros e o volume de reservas. No quarto estágio, a autoridade monetária, na figura do banco central, assume o papel de responsável pela estabilidade do sistema financeiro e passa a agir como prestador de última instância. Com essa garantia implícita concedida pelo banco central, os bancos sentem-se estimulados a aumentar ainda mais seus empréstimos, atingindo volumes superiores às reservas globais do sistema. Já o quinto estágio é marcado pela nova postura dos bancos em relação à administração dos seus passivos. As instituições bancárias passam a agir ativamente em relação a suas obrigações (*liability management*), buscando competir com outras instituições e instrumentos de captação de poupança. O sexto estágio é o momento em que se desenvolve a securitização dos créditos, permitindo aos bancos uma nova forma de adequar o perfil de liquidez de seu ativo e aumentar o volume de negócios.

Tendo por base essa ferramenta analítica, é possível situar a obra de Keynes no quarto estágio de desenvolvimento do sistema bancário (Paula, 1999). Por seu lado, Minsky teve a possibilidade de observar o funcionamento do sistema bancário em seu quinto estágio, tendo, inclusive, na fase final de sua vida, escrito uma nota a respeito do processo de securitização ainda em sua etapa inicial (Minsky, 2008).

De acordo com o próprio Minsky (1994), as principais proposições de sua HIF podem ser apresentadas de forma sucinta nos seguintes termos:

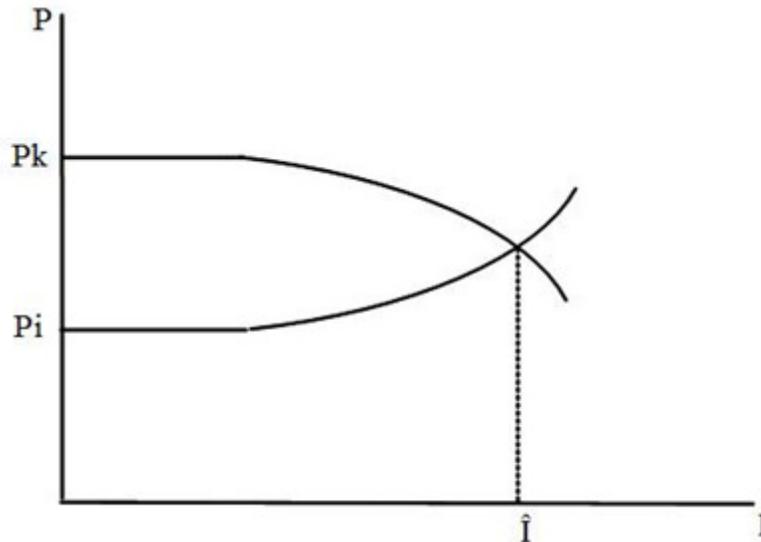
- 1ª) Uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico. A busca de realização de interesses próprios pelas diversas unidades (operacionais e financeiras) que constituem uma economia capitalista leva, ao longo do tempo, à emergência de condições propícias ao comportamento turbulento e caótico da economia mesmo partindo-se de situações que previamente tenham favorecido uma trajetória estável.
- 2ª) Portanto, períodos de estabilidade e episódios de comportamento econômico turbulento e caótico são fenômenos endógenos às economias capitalistas.
- 3ª) O comportamento turbulento e caótico da economia pode assumir a forma de inflações interativas, bolhas

especulativas ou profundas deflações de débitos inter-relacionadas. 4ª) À medida que processos inflacionários, especulativos e de deflação de débitos se estabeleçam, parecem adquirir movimento próprio. Contudo, exatamente quando o comportamento caótico parece infundável, uma combinação de restrições - impostas por instituições e práticas, por intervenções de política que possam afetar a estrutura institucional e por propriedades de auto-organização dos mercados - cria condições que atenuam os processos incoerentes e que firmam um cenário propício à emergência de um novo regime de estabilidade. 5ª) Esse novo regime de estabilidade pode estabelecer-se com baixos níveis de atividade econômica: é provável que a estagnação caracterize a estabilidade que se segue à turbulência. 6ª) Com o passar do tempo, a busca de interesses próprios pelas diversas unidades de uma economia capitalista leva à aceleração da expansão bem como à emergência da especulação e de uma baixa inflação que, também, com o passar do tempo, conduzem a um outro regime de expansões incoerentes e contrações desastrosas.

O núcleo básico sobre o qual se estrutura a HIF é o que autor chamou de sistema de dois preços (Minsky, 1994). O primeiro deles diz respeito à determinação do preço da produção corrente e o segundo, do preço dos ativos. É esse sistema dual que em última instância acaba por determinar o ritmo de investimento da economia.

O primeiro desses dois sistemas de preços, o da produção corrente (P_i), inclui os bens (de consumo e de investimento) e os serviços. O nível de preço nesse sistema é determinado por meio da aplicação de um *markup* sobre os custos diretos do produtor. Cabe destacar que, do ponto de vista microeconômico, o *markup* não precisa ser o mesmo para todas as firmas. Diferenças de poder de mercado permitem que as firmas fixem seus preços por meio de margens maiores ou menores (Papadimitriou & Wray, 1999).

Figura 1 – Preço de Demanda e de Oferta dos Ativos de Capital



Fonte: elaboração própria.

O segundo sistema de preços, o de ativos (P_k), é aquele em que se determina o preço de demanda dos ativos de capital.

Uma vez que, de acordo com Minsky, o volume de ativos de capital efetivamente demandado equivale ao nível de investimento do sistema, o investimento é determinado pela relação entre o preço de oferta e o preço de demanda desses ativos.

A Figura 1 representa de forma simplificada o modelo minskyano de determinação do nível de investimento. O preço de oferta dos ativos de capital, representado pela curva P_k , tem dois componentes principais: o preço de aquisição mais os custos financeiros. O preço de aquisição é obtido a partir do sistema de preços da produção corrente, uma vez que os ativos de capital nada mais são do que parte dos bens correntemente produzidos. Uma vez que o preço de aquisição é determinado por meio de um *markup* sobre os custos diretos do produtor, a parte inicial da curva P_k pode ser representada por uma linha horizontal, revelando que o nível de preço independe do volume de investimento.

A partir de certo ponto, contudo, ocorre uma inclinação positiva dessa curva. Apesar de poder ser atribuída a vários fatores, como, por exemplo, a ocorrência de gargalos, a principal razão para essa inclinação está relacionada aos custos financeiros. Estes custos podem ser decompostos em dois conjuntos: os custos explícitos (juros e outras taxas) e, principalmente, os custos implícitos (aumento da necessidade de análise e monitoramento pelo prestador). Os custos implícitos sobem na medida em que a concessão de maiores volumes de crédito aumenta a percepção de risco por parte do credor, o que Keynes chama de *risco do prestador*. Isso porque na decisão de conceder crédito, cabe ao prestador considerar não só os indicadores financeiros do tomador, o que inclui seu grau de alavancagem, seu patrimônio líquido e suas perspectivas de receita, mas também sua própria situação financeira. Regras simples de caráter convencional (regras de bolso) são usadas a fim de manter aquilo que se acredita ser uma margem de segurança adequada, o que acaba levando a uma restrição de crédito quando essa margem é atingida (diminuição no volume ofertado e/ou aumento das taxas). Tendo em vista sua natureza convencional, essa margem de segurança, que é elástica, acaba sendo influenciada pelo estado geral das expectativas.

Já a curva Pk representa o preço de demanda dos ativos de capital e, o mais importante, a determinação desse nível de preço dá-se basicamente fora do sistema de preços correntes de produção. O preço de demanda representa o quanto alguém está disposto a pagar pelo ativo de capital, sendo o fluxo esperado de rendas o principal referencial para esse cálculo. É importante ressaltar que esse método de cálculo fundamenta-se em expectativas que só poderão ser confirmadas futuramente e o futuro é inerentemente incerto (incerteza fundamental), não sendo suscetível de redução a um simples cálculo probabilístico, como já discutido em tópico anterior. Logo, esse fluxo esperado de rendas, ao ser descontado em relação a uma taxa de juros que incorpora as expectativas do agente, apresenta necessariamente um componente subjetivo e, em razão disso, assenta-se em bases frágeis, como destacava Keynes.

Definindo assim o valor presente do fluxo esperado de rendas, obtém-se o segmento horizontal da curva Pk . Entretanto, na medida em que uma parte dos ativos de capital precisa ser financiada externamente, o preço de demanda passa a incluir uma margem de segurança para compensar o que Keynes chama de *risco do tomador*. Essa é a principal razão

para a curva Pk ser negativamente inclinada a partir de determinado ponto. Quanto maior a quantidade de financiamento externo, maior é o risco percebido pelo tomador tendo em vista as obrigações assumidas (pagamento de juros, restituição do principal, garantias, restrição de pagamento de dividendos etc.) e, portanto, menor será o preço que estará disposto a pagar pelos ativos de capital. O “estado de expectativas” tem aqui uma decisiva influência sobre a posição e inclinação dessa curva.

Para haver investimento, a curva Pk (preço de demanda) precisa estar acima da curva Pi (preço de oferta). Contudo, em razão dos fortes componentes psicológicos e subjetivos sobre os quais é gerada, a curva Pk está sujeita a deslocamentos bruscos e repentinos conforme ocorram mudanças no estado das expectativas. Quanto mais otimistas forem as expectativas, mais para cima a curva Pk será deslocada, levando a um aumento do volume de investimento (e vice-versa). Além desse fator, inovações, mudanças nas regras convencionais, alterações na liquidez e mudanças na percepção dos riscos do prestador e do tomador também têm o poder de mover as curvas.

Não há uma regra fixa sobre o nível adequado de liquidez de um portfólio, como também não há regras fixas para o tamanho das margens de segurança. Em grande medida, prestadores e tomadores de crédito operam na base da tentativa e erro em um dado estado de convenções. Se *a posteriori* a decisão mostrou-se bem sucedida, ela será repetida. Em períodos de expansão, as expectativas são em geral validadas e levam, assim, à repetição do comportamento e a novas decisões de investimento. Na medida em que as expectativas continuam sendo validadas, o otimismo começa a crescer e dissemina-se a percepção de que as margens de segurança são excessivamente conservadoras. A consequente redução das margens de segurança do tomador e do prestador leva tanto a uma modificação na inclinação da curva Pi quanto a um deslocamento da curva Pk , aumentando consequentemente o volume de investimento, o que favorece ainda mais o processo de validação das expectativas.

Desta forma, a validação continuada das expectativas e o aumento do otimismo, ao mesmo tempo em que levam a uma fase de expansão do investimento, geram, ainda, um aumento da fragilidade financeira em razão da diminuição das margens de segurança, o que se

traduz em um aumento generalizado da alavancagem. Além disso, se o governo atua no sentido de evitar que eventuais crises transformem-se em deflação de ativos do tipo descrito por Fisher (1933), o comportamento de risco acaba sendo encorajado e as posições financeiras tornam-se ainda mais frágeis.

Como forma de facilitar a análise desse processo de fragilização financeira que ocorre por meio da redução gradativa das margens de segurança vinculadas aos riscos do tomador e do prestador, Minsky desenvolve uma interessante ferramenta analítica baseada em uma tipologia de posturas financeiras dos agentes em relação a seus fluxos de caixa. Apesar de ser possível conceber inúmeras possíveis combinações de posturas financeiras, Minsky propõe sinteticamente três categorias básicas: *hedge*, especulativa e Ponzi.

Na postura *hedge*, o fluxo esperado de renda é suficiente, em todos os períodos de análise, para atender as obrigações financeiras do agente relativas ao pagamento de juros e principal dos créditos tomados para fazer frente às decisões de compra de ativos de capital. Na postura especulativa, o fluxo esperado de renda é suficiente para atender apenas ao pagamento de juros, havendo, portanto, a necessidade de contrair novos empréstimos para refinarçar o principal. A adoção voluntária desse tipo de postura fundamenta-se na expectativa de que, em períodos futuros, o fluxo de rendas será suficiente para liquidar também o principal, ou, ainda, na expectativa de que será possível refinarçar a posição em melhores condições. Por fim, na postura financeira Ponzi, o fluxo esperado de renda não é suficiente nem para atender ao pagamento de juros, havendo, portanto, a necessidade de não só refinarçar o principal, como também de capitalizar e rolar a parte não paga dos juros. A adoção voluntária desse tipo de postura baseia-se na expectativa de que, em períodos futuros, o fluxo de rendas será suficiente para atender juros e principal, ou na expectativa de refinarçamento da posição em condições mais favoráveis, ou, ainda, pode estar fundada na expectativa de venda de ativos para fazer frente aos compromissos assumidos. Neste caso, o agente estaria acreditando em uma valorização de seus ativos de forma a liquidar vantajosamente as suas dívidas no futuro. Em regra, a postura *especulativa* e a Ponzi estão relacionadas ao financiamento de curto prazo de posições de longo prazo.

Nota-se claramente nessa tipologia que o risco inerente a cada uma das posturas financeiras é diferente, sendo maior na postura Ponzi e menor na postura *hedge*. Quanto maior o risco da postura assumida, mais frágil é a situação financeira do agente, isto é, menor é sua capacidade de resistir financeiramente a eventuais frustrações quanto ao fluxo esperado de rendas ou ao eventual encarecimento dos custos financeiros para a rolagem dos empréstimos. O raciocínio inverso é igualmente válido.

Em relação aos custos financeiros, considerando um cenário de créditos concedidos a taxas prefixadas, a postura *hedge* seria relativamente imune a elevações nas taxas de juros. Por seu lado, a postura especulativa e, principalmente, a Ponzi estão muito mais propensas ao risco de insolvência em virtude da necessidade de contrair novos empréstimos para rolar seus débitos em um momento de taxas mais elevadas. Esse aumento de juros pode ocorrer, por exemplo, devido a uma medida de política monetária ou pode ser fruto de um processo endógeno em que o aumento dos empréstimos e redução das margens de segurança leve os emprestadores a aumentarem as taxas de juros, como será visto mais adiante.

Um raciocínio equivalente aplica-se em relação aos fluxos esperados de renda. Num cenário macroeconômico de queda do nível de produção, renda e emprego, a probabilidade de frustração dos fluxos esperados de renda aumenta. A redução dos fluxos de renda tende a aumentar o risco de insolvência de forma muito mais intensa no caso dos agentes que estejam em uma postura Ponzi e, em menor medida, em uma postura especulativa, do que aqueles que estejam numa postura *hedge*.

Outro fenômeno que pode ser observado no que concerne ao aumento dos custos financeiros ou frustração nos fluxos esperados de renda diz respeito a mudanças involuntárias entre essas posturas financeiras. Dependendo da magnitude do aumento dos custos financeiros ou da redução das receitas, um agente que esteja numa postura *hedge* pode ser involuntariamente levado a uma postura especulativa e este, a uma postura Ponzi. Em uma situação mais dramática, é possível conceber uma unidade *hedge* passando diretamente para uma postura Ponzi. O movimento entre as posturas financeiras também pode ocorrer no sentido

inverso, derivado de um cenário benigno de redução dos custos financeiros e/ou ampliação dos fluxos de renda.

É importante observar que quanto maior a participação de agentes com posturas especulativa e, especialmente, Ponzi em uma economia, maior será o grau de fragilidade dessa economia. Além de um maior risco de insolvência, os agentes com posturas Ponzi e especulativa estão muito mais propensos a verem-se obrigados a vender ativos para fazer frente ao aumento dos custos financeiros da rolagem de suas dívidas ou à redução dos fluxos esperados de renda.

Aqueles agentes Ponzi que estavam apostando no aumento dos preços de seus ativos para honrar suas obrigações financeiras seriam os primeiros a serem afetados nesse processo. Nesse caso, bastaria que os preços dos ativos deixassem de crescer como esperado para que esses agentes entrassem em uma situação de forte estresse financeiro. Com a generalização do movimento de venda de ativos, há ainda a possibilidade de que os preços dos ativos não só deixem de subir no ritmo esperado, mas que comece um movimento de queda, tornando a situação dos agentes Ponzi ainda mais delicada.

Em uma economia com maior grau de fragilidade financeira, a crise pode ser desencadeada tanto por eventos exógenos como endógenos. Um evento exógeno seria caracterizado, por exemplo, por um aumento da taxa de juros em função de uma medida de política monetária ou, ainda, um evento relacionado à frustração dos fluxos esperados de renda como, por exemplo, uma quebra de safra por razões climáticas. Esse tipo de evento tenderia a levar a um aumento dos custos financeiros e/ou redução dos fluxos de renda, afetando de forma especial as unidades Ponzi e, em menor medida, as especulativas.

Dependendo da intensidade dos eventos, seria desencadeado um processo de aumento de insolvências com impacto direto sobre o nível de atividade econômica em virtude do efeito multiplicador que os gastos dessas unidades insolventes deixariam de ter sobre o nível agregado de renda. Além disso, as unidades fragilizadas que se mantiveram solventes seriam levadas a reduzir seus gastos para fazer frente ao aumento dos custos financeiros e/ou redução das receitas, alimentando ainda mais a queda da renda agregada.

Haveria, também, um impacto indireto no investimento via piora no “estado de expectativas”. O aumento das insolvências e a queda do nível agregado de renda levariam os agentes a rever negativamente suas expectativas quanto aos fluxos esperados de renda das decisões de investimento em estudo. Essa reavaliação de expectativas, nos termos do modelo de dois preços, representaria uma redução do valor presente dos fluxos esperados de renda dos ativos de capital e, conseqüentemente, significaria uma redução do preço de demanda desses ativos. A diminuição do preço de demanda dos ativos de capital levaria à redução do volume de investimento, gerando efeitos retro-alimentadores sobre as rendas futuras e sobre as expectativas. Nessa situação, haveria impactos tanto da posição da curva P_k , quanto da parte inclinada das curvas P_k e P_i .

No entanto, a HIF não depende de eventos exógenos para explicar o desencadeamento da crise. O próprio processo por meio do qual a estabilidade econômica leva os agentes a adotarem posturas financeiras mais agressivas e mais frágeis acaba gerando eventos endógenos desencadeadores da crise.

Ao longo de um prolongado período de expansão, os agentes podem, a partir de algum momento, reavaliar suas expectativas em relação à sustentabilidade no longo prazo do ritmo de investimento em um ou mais setores da economia. Como discutido acima, o processo de determinação do preço de demanda dos ativos de capital tem bases frágeis na medida em que ele se fundamenta na avaliação subjetiva do agente quanto ao fluxo futuro de renda dos ativos de capital, dentro de um modelo conceitual em que o futuro é incerto (incerteza fundamental) e não suscetível ao cálculo probabilístico. Ao reavaliar negativamente suas expectativas quanto à aquisição de ativos de capital, o preço de demanda desses ativos reduz-se, diminuindo assim o volume de investimento. Como já mencionado, a redução do volume de investimento reduz a renda agregada, o que acaba por frustrar outros fluxos de renda, gerando um efeito retroalimentador sobre as expectativas e sobre o investimento.

Também é possível imaginar um evento desencadeador de crise de caráter endógeno por parte dos emprestadores. Ao longo do processo de expansão, os emprestadores vão reduzindo suas margens de segurança, facilitando, assim, a concessão de crédito para aquisição

de ativos de capital e alimentando a expansão do investimento. No entanto, a partir de certo ponto, é provável que os emprestadores vejam-se em uma situação em que não é viável reduzir ainda mais as margens de segurança ou em que o grau de exposição a créditos destinados à compra de certos ativos de capital esteja se aproximando de um nível percebido como de risco excessivo. Ambas as situações levariam os emprestadores a restringirem a concessão de novos créditos, gerando um aumento nas taxas de juros, o qual, dependendo do grau de fragilidade financeira da economia, poderia desencadear a crise.

Como visto acima, após um prolongado período de expansão em que o grau de fragilidade financeira da economia vai aumentando gradativamente em função da crescente presença de unidades especulativas e Ponzi, ocorre um evento desencadeador da crise, seja ele de caráter endógeno ou exógeno, o qual afeta principalmente as unidades mais frágeis. Essas unidades veem-se, então, obrigadas a adotar ajustes em seus fluxos de caixa, o que passa pela redução das decisões de gastos, bem como pela venda de ativos, gerando efeitos retroalimentadores. Um movimento generalizado de venda de ativos, por seu turno, tende a depreciar ainda mais os preços e a afetar negativamente o “estado de expectativas”, levando a uma espiral baixista de aumento das margens de segurança, novas reduções de investimentos, novas frustrações nos fluxos esperados de renda e assim sucessivamente.

É importante mencionar que, nessa espiral baixista, entra também em ação o processo já mencionado por meio do qual os agentes são involuntariamente levados a adotar posturas financeiras mais frágeis, aumentando ainda mais a presença de unidades Ponzi e especulativas. Esse processo retroalimentador tende a desencadear uma deflação de ativos e, por fim, acaba levando a um estado de depressão econômica, nos moldes do que foi descrito por Fischer. Com o desenrolar da depressão, os agentes insolventes são gradativamente eliminados do sistema ou têm suas finanças reestruturadas de forma que, ao final desse processo, a economia vê ressurgir um cenário econômico marcado novamente pela maior presença de unidades *hedge* e estratégias conservadoras, dando espaço a um novo ciclo de expansão, *boom*, crise, deflação e depressão.

É com base nesse modelo conceitual acima descrito que Minsky sustenta que “o capitalismo é inerentemente instável” e que “a estabilidade é desestabilizadora”. No entanto, valendo-se mais uma vez de sua rica abordagem histórica e institucional, Minsky observa que a economia capitalista que emerge do pós-guerra é diferente daquela que vigorava no período anterior.

Antes da segunda grande guerra, as depressões eram frequentes e ocorriam, em média, a cada 25 anos. Além disso, as crises financeiras tipicamente coincidiam com depressões. Entretanto, a partir da segunda guerra mundial, não houve nenhuma depressão econômica nos países desenvolvidos e, especificamente em relação aos EUA, as crises financeiras só começaram a emergir a partir de 1966. De acordo com Minsky, a razão para esse fenômeno, estaria diretamente relacionada ao surgimento de duas fundamentais inovações de caráter institucional: o *Big Government* e o *Big Bank* (Papadimitriou & Wray, 1999).

Quando uma economia entra em uma rota recessiva, a queda das receitas tributárias e o aumento das despesas governamentais (ligadas, em grande parte, ao sistema de bem-estar social) geram um déficit público que tende a atuar como estabilizador automático. Contudo, antes da guerra, o tamanho dos Estados em relação às respectivas economias era muito pequeno para que esse mecanismo pudesse ter efeito relevante. Especificamente no caso dos EUA, a participação do Estado na economia era da ordem de apenas 3%. No pós-guerra, contudo, o tamanho do Estado nos países desenvolvidos cresceu para algo entre 30% e 50% do PIB. É essa inovação institucional que Minsky chama de *Big Government*. Passando a ter uma participação significativa na economia, o Estado pode atuar decisivamente de forma anticíclica, gerando déficits em períodos de contração e, desta forma, sustentando o nível agregado de renda, bem como perfazendo superávits em períodos de expansão e estabelecendo, assim, um teto para a fase de *boom*.

De acordo com Minsky, os efeitos econômicos derivados do déficit do *Big Government* podem ser sistematizados em três classes (Papadimitriou & Wray, 1999):

- i. Efeito sobre a renda e o emprego: como já mencionado previamente, os gastos relacionados ao déficit público ajudam a sustentar os níveis agregados de renda e de

emprego por meio do multiplicador keynesiano. Os keynesianos ortodoxos focavam apenas esse efeito em suas políticas de ajuste fino;

- ii. Efeito fluxo de caixa: o déficit do governo, ao sustentar um fluxo de renda para os agentes privados, possibilita a estes melhores condições para continuar pagando suas dívidas. Cabe destacar que esses déficits sustentam, em termos agregados, o fluxo de lucros das firmas;
- iii. Efeito portfólio: o déficit público materializa-se na emissão de títulos da dívida pública, os quais representam ativos relativamente seguros para os agentes privados. Isso tende a ajudar a estabilizar a economia na medida em que são providos ativos seguros para os portfólios privados, os quais podem continuar alavancados.

Desta forma, os períodos recessivos do pós-guerra passaram a contar com um importante mecanismo anticíclico: déficits públicos de magnitude significativa que criavam pisos para a queda do emprego, dos salários e dos lucros. Esse mecanismo pode ser observado empiricamente em algumas recessões nos EUA, onde, a despeito da queda do emprego, as rendas das famílias e os lucros continuaram a subir. De acordo com Minsky (Papadimitriou & Wray, 1999), isso ocorreu na recessão de 1974-75, a primeira recessão mais séria do período do pós-guerra. Nessa crise, enquanto o desemprego subiu a 8,9% em maio de 1975, em nenhum trimestre entre 1973 e 1975 houve queda da renda disponível, uma vez que os déficits públicos gerados conseguiram sustentar os fluxos de renda e conter a recessão. Durante a grave recessão do período Reagan no início da década de 1980, a renda dos indivíduos cresceu em todos os trimestres e as transferências do governo chegaram a representar 65% desse crescimento durante o terceiro trimestre de 1982. Por outro lado, as mudanças no sistema tributário implantadas por Reagan teriam reduzido a capacidade do orçamento público de atuar como um teto para a fase de *boom* da demanda privada (que se daria pela geração de superávits), na medida em que, mesmo em períodos de rápido crescimento econômico, o orçamento público passou a continuar em déficit. Apenas durante o período Clinton, o governo voltou a experimentar um período de superávits.

No entanto, Minsky afirmava que os efeitos dos déficits públicos poderiam não ser suficientes por si só para conter a crise. No caso de haver a insolvência de uma grande firma ou, especialmente, de um banco, a crescente inter-relação financeira dos balanços privados poderia desencadear uma deflação de ativos. Isso ocorreria na medida em que a falência dessa grande firma tenderia a afetar significativamente a capacidade dos credores de honrar seus próprios compromissos financeiros, forçando-os a vender ativos. Se esse evento tivesse uma escala suficiente, a venda de ativos deprimiria os respectivos preços e poderia inviabilizar o pagamento dos compromissos financeiros dos próprios credores, levando-os também à insolvência, o que afetaria outros credores e assim sucessivamente. Cabe observar que a probabilidade de um processo desse tipo ocorrer é diretamente proporcional ao grau de fragilidade financeira da economia. Como já descrito anteriormente, uma maior presença relativa de unidades Ponzi e especulativas facilitaria a possibilidade de um evento isolado, como a insolvência de um agente de grande porte, alastrar-se para outros agentes, gerando um efeito “bola de neve”.

A fim de evitar que esse processo se desenvolva, entra em ação, então, a figura do *emprestador de última instância*, comprando diretamente da unidade em dificuldades ativos de qualidade duvidosa ou emprestando-lhe recursos que a mantenha solvente. Dependendo da especificidade da situação, o simples fornecimento de garantias aos ativos da grande firma em dificuldades poderia ser suficiente para estancar o processo. É esse papel de *emprestador de última instância* que caracteriza o surgimento da outra inovação institucional destacada por Minsky: o “*Big Bank*”.

Historicamente o papel de *Big Bank* foi assumido pelos bancos centrais, mas Minsky observa que isso não era um requisito absolutamente necessário. No caso dos EUA, por exemplo, o tesouro ou algum dos outros órgãos que compõem o sistema de supervisão bancária (como o FDIC, por exemplo) poderiam ter assumido esse papel. O mais importante não é quem desempenha esse papel, mas sim que aquele que o faça tenha a capacidade de prover reservas (ou ativos reconhecidamente seguros) sempre que for necessário e sem limites. Contudo, como foram os bancos centrais que assumiram esse papel, é importante destacar que, para Minsky, essa

função deve ser encarada como a atividade prioritária a ser desempenhada, mais até que a política de controle da inflação.

Contudo, a atuação do prestador de última instância tem efeitos colaterais. Ao socorrer unidades insolventes, acaba por influenciar o processo de formação de expectativas dos agentes econômicos e estimula o surgimento de inovações, o que conduz a mudanças institucionais importantes. O principal efeito colateral dessa ação seria recompensar os comportamentos mais arriscados, aumentando, assim, o potencial de instabilidade da economia e incentivando as posturas financeiras mais arriscadas e frágeis (*moral hazard*). Tendo isso em vista, Minsky (1982) sugere que, para reduzir o risco moral gerado pela atuação do *Big Bank*, seria desejável que ela viesse acompanhada de uma supervisão eficaz sobre os agentes.

1.6. Considerações finais

Como assinalado, o objetivo deste primeiro capítulo foi o de apresentar os elementos essenciais do arcabouço conceitual que se entende mais adequado para analisar o tema regulação bancária prudencial.

Seguindo a metodologia histórico-institucional proposta por Minsky, partiu-se da contextualização histórica do objeto de estudo. Nesse sentido, foi analisado o surgimento, a partir do início da década de 1970, de importantes transformações econômicas, tratadas na literatura sob a denominação de *globalização financeira*. Foi mencionado que vários autores, por seu lado, procuram destacar um dos principais atributos desse processo de transformação: a *financeirização*, entendida como o aumento da importância dos mercados financeiros, dos motivos financeiros, das instituições financeiras e das elites financeiras na operação da economia e de suas instituições de governança, tanto em nível nacional quanto internacional.

Entre as principais transformações que a globalização financeira trouxe para a dinâmica das economias capitalistas foram analisadas: a tendência de substituição da regulação estatal pela autorregulação dos mercados, o processo de maximização de valor aos acionistas, o modelo de finanças diretas, a emergência dos bancos de investimento e dos investidores

institucionais como novos protagonistas dos sistemas financeiros, o aumento da concorrência bancária e o processo de desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros.

Em seguida, passou-se à análise de um dos elementos mais importantes da teoria keynesiana: o conceito de incerteza fundamental e seu impacto sobre o processo de tomada de decisão dos agentes econômicos. Ao longo desse tópico, procurou-se apresentar as distinções entre risco e incerteza, incerteza substantiva e procedimental, incerteza substantiva forte e fraca e, por fim, entre incerteza fundamental e ambiguidade. Com isso, buscou-se sustentar que o mundo econômico não é governado por processos ergódicos, na medida em que é permeado por situações de mudanças, ruptura e crise, incluindo, os processos schumpeterianos de “destruição criadora” e as decisões cruciais, conforme argumentado por Shackle (1967). Nesse sentido, argumentou-se que o mundo capitalista não é estacionário e, portanto, também não é ergódico.

Conforme análise desenvolvida, o fato do mundo capitalista não ser ergódico impede que os dados passados sejam parâmetros de distribuições de probabilidade confiáveis a fim de proporcionarem estimativas acerca de eventos futuros. No entanto, procurou-se sustentar que o reconhecimento dessa característica não leva ao niilismo teórico. Mesmo em um ambiente marcado pela presença da incerteza fundamental, é possível ao agente obter algum conhecimento sobre os eventos futuros. Essa possibilidade decorre da existência de “práticas sociais” que implicam certo grau de redução da incerteza e proporcionam certa regularidade e previsibilidade ao funcionamento do sistema econômico capitalista. Exemplo dessas “práticas sociais” seria a existência de instituições formais, tais como os contratos e o papel desempenhado pelos *market-makers*, e de instituições informais, tais como as convenções. Procurou-se argumentar que as instituições desempenham um importante papel como guia informacional para a ação dos agentes inseridos em um complexo ambiente econômico, o qual é apenas parcialmente conhecido e entendido por esses indivíduos.

Dentre os tipos de instituições, destacou-se o papel das convenções. As convenções constituem um dos principais tipos de “práticas sociais” redutoras de incerteza. Como visto, elas podem ser entendidas como instituições informais formadas por padrões de pensamento e de comportamento socialmente compartilhados. Foram apresentadas várias razões

para os agentes adotarem comportamentos convencionais: complexidade e capacidades mentais limitadas, possibilidade de informações distribuídas desigualmente, profecia autorrealizável, comportamento defensivo, processo de indução e mecanismo para se evitar a desaprovação.

Conforme discussão realizada, as razões apontadas sustentam a tese de que, em condições de incerteza fundamental, é racional ao agente adotar convenções. As convenções suprem em parte as deficiências cognitivas dos agentes inseridos em um mundo incerto, complexo e mutável, em que não é possível construir distribuições probabilísticas únicas, aditivas e confiáveis. A adoção de um comportamento convencional reduz o grau de incerteza do ambiente no qual o agente está inserido.

No tópico seguinte, partiu-se para a apresentação dos elementos mais importantes da *visão de mundo* desenvolvida por Keynes em suas obras, em especial em seu livro mais importante: a *Teoria Geral*. Como síntese da *visão de mundo* keynesiana, foi analisado o conceito de *economia monetária de produção*. Dentro desse contexto, procurou-se ressaltar a importância da *teoria da preferência pela liquidez* de Keynes para a compreensão de como se manifesta, nas economias capitalistas, a relação entre moeda, contratos e incerteza. Foi argumentado, então, que a *teoria da preferência pela liquidez* pode ser mais bem compreendida a partir de uma perspectiva maior, isto é, de uma *teoria de precificação de ativos*, conforme desenvolvido por Keynes no capítulo 19 da *Teoria Geral*.

Por fim, terminou-se o capítulo apresentando a teoria da *Hipótese de Instabilidade Financeira* (HIF) de Minsky para explicar o processo de fragilização financeira das economias capitalistas financeiramente desenvolvidas, processo esse responsável por flutuações cíclicas do emprego, da renda e do produto observadas nessas economias. Nesse sentido, sustentou-se que a HIF representa o modelo teórico mais apropriado para compreender a dinâmica das economias capitalistas financeiramente avançadas. Deu-se, em seguida, especial destaque ao que Minsky reconheceu como as duas inovações institucionais mais importantes do século passado e que têm impedido recorrentemente que as crises periódicas do sistema capitalista venham a se transformar em depressões, como era comum antes da segunda grande guerra: o “*Big Government*” e o “*Big Bank*”.

Desta forma, ao fim deste primeiro capítulo, entende-se que foi possível abordar e congregar dentro de um arcabouço suficientemente consistente os principais conceitos teóricos vistos como necessários à análise do papel especial desempenhado pelos bancos em uma economia monetária de produção, de forma a se entender o motivo pelo qual esse tipo de instituição é submetido a uma regulação estatal específica e muito mais intensa, relativamente aos demais setores da economia.

2. REGULAÇÃO BANCÁRIA

2.1.Introdução

No primeiro capítulo, procurou-se apresentar os elementos mais importantes do arcabouço conceitual que se entende mais adequado para analisar o tema regulação bancária prudencial. O objetivo desse segundo capítulo é analisar o papel especial desempenhado pelos bancos em uma economia monetária de produção e as razões dessas instituições serem submetidas a uma regulação estatal específica e muito mais intensa, relativamente aos demais setores da economia. Além disso, procura-se analisar o atual padrão internacional de regulação bancária prudencial, representado pelos chamados Acordos de Capitais de Basileia, especialmente o Acordo de 2004 (Basileia II). Busca-se, também, estudar o impacto da crise financeira internacional de 2007-2008 sobre a percepção de Basileia II ser suficiente e adequado ao seu objetivo de tornar os sistemas bancários mais sólidos, estáveis e resistentes a crises, bem como o Acordo de 2010 (Basileia III), visto como a resposta da comunidade financeira internacional às críticas sobre a atual estratégia de regulação bancária prudencial.

De forma a alcançar esse objetivo, este segundo capítulo parte da abordagem *pós-keynesiana* da atividade bancária. Nesse sentido, entende-se que os bancos possuem um duplo papel: de um lado, são empresas capitalistas como outras quaisquer sujeitas à lógica de valorização do capital e ao processo de concorrência intercapitalista e, de outro, são empresas específicas, fornecedoras de crédito e de um “bem público” essencial à dinâmica da economia, a moeda bancária (Freitas, 1997 e 2010). Como qualquer empresa inserida em um ambiente econômico profundamente marcado pela presença da incerteza fundamental, os bancos têm preferência pela liquidez e agem com base em expectativas quanto ao futuro, bem como em convenções. Ao compor seus portfólios, os bancos procuram conciliar a lucratividade das alternativas de aplicação de seus recursos com sua escala de preferência pela liquidez. Dessa conciliação entre lucratividade e preferência pela liquidez depende, em grande medida, a oferta

de crédito e a criação de depósitos bancários e, conseqüentemente, a oferta de moeda na economia (Paula, 1999, p. 173).

Dentro dessa concepção, os bancos são vistos como agentes ativos que administram dinamicamente os dois lados de seus balanços. Contrapondo-se à abordagem convencional, o passivo dos bancos não é tratado como dado¹², uma vez que os bancos possuem o poder de influenciar as preferências dos depositantes, seja por meio da gestão de suas obrigações (*liability management*), seja por meio da introdução de inovações financeiras.

Em virtude da posição especial que as instituições bancárias ocupam em uma economia monetária de produção, o comportamento dos bancos tem impacto decisivo sobre as condições de liquidez e financiamento da economia e, conseqüentemente, sobre os gastos dos agentes, afetando dessa forma as variáveis reais da economia, como o produto, a renda e o emprego.

Como destacado por Freitas (1997 e 2010), o poder de criação monetária dos bancos está fundado em uma organização institucional particular composta por um vasto sistema de pagamentos hierarquizado e organizado em torno de um banco central, que é o responsável pela emissão da moeda central (saldos nas contas de “reservas bancárias” mantidas junto ao banco central e conversíveis por este em papel-moeda). Os bancos, por estarem no centro desse sistema, possuem um acesso especial à moeda central, mas nem sempre o acesso a essa moeda é garantido, uma vez que cabe ao banco central zelar pela estabilidade e confiabilidade do padrão monetário.

Após esta introdução, o capítulo está organizado em dois grandes blocos. No primeiro deles, é feita uma análise sobre o papel das instituições bancárias dentro de uma

¹² Do ponto de vista dos autores *pós-keynesianos*, cabe destacar que alguns, como Kaldor (1985) e Moore (1988), sustentam uma abordagem horizontalista da oferta de moeda, concebendo-a como totalmente endógena. Para essa corrente, a oferta de crédito é perfeitamente elástica, o que significa que os bancos realizam empréstimos de forma a atender a toda demanda existente à taxa de juros de mercado, sem ser estrangidos quantitativamente em termos de reservas. Como consequência dessa abordagem, o comportamento dos bancos torna-se pouco relevante, uma vez que são vistos como meras “caixas pretas” dispostas a ofertar toda a moeda que lhes for demandada. Logo, os bancos não teriam preferência pela liquidez, e, conseqüentemente, não racionariam crédito. Neste trabalho, sustenta-se a pertinência da abordagem não-horizontalista da oferta de moeda, ou seja, a oferta de moeda em uma economia monetária de produção é parcialmente endógena. Os bancos, por possuírem preferência pela liquidez como qualquer outro agente inserido em uma economia profundamente marcada pela presença de incerteza fundamental, não atendem passivamente a toda a demanda por crédito e, conseqüentemente, por moeda bancária.

economia capitalista. O objetivo desse bloco é discutir a razão pela qual os bancos são historicamente submetidos à regulação prudencial. Procura-se entender o motivo pelo qual, diferentemente da grande maioria dos setores da economia, o setor bancário sofre uma profunda intervenção estatal, que visa controlar não só os processos de entrada e saída de empresas nesse setor, mas também a forma como os negócios são geridos por cada empresa individualmente.

Em seguida, no segundo bloco do capítulo, parte-se para a análise dos Acordos de Basileia. Após um breve relato sobre Basileia I, em que se procura destacar a ruptura com o padrão regulatório anterior, é apresentada uma análise mais detalhada do segundo Acordo de Basileia, ressaltando-se suas características principais. Em seguida, faz-se uma análise da crise financeira internacional de 2007-2008, ressaltando a forma como afetou a percepção de Basileia II como suficiente e adequado ao objetivo de garantir uma maior solidez e estabilidade dos sistemas bancários. Em seguida, passa-se para a análise de Basileia III como a resposta da comunidade financeira internacional às insuficiências percebidas no atual modelo de regulação bancária prudencial. Por fim, termina-se o capítulo com uma análise das principais críticas a Basileia II, cotejando-as com as eventuais medidas trazidas por Basileia III.

2.2. Bancos, concorrência e regulação

Um dos aspectos de maior relevância no que se refere ao funcionamento de uma economia monetária de produção diz respeito ao financiamento da atividade produtiva, particularmente o financiamento das decisões de investimento. De acordo com Keynes (1936), as decisões de gasto, especialmente as de investimento, e seu efeito multiplicador possuem influência determinante sobre a variação no nível de renda e do emprego e, conseqüentemente, sobre os ciclos econômicos. Por seu lado, o crédito bancário desempenha um papel-chave no que se refere ao financiamento do investimento. É nesse contexto que os bancos surgem como agentes especiais e de destacada importância para o funcionamento de uma economia monetária de produção.

Bancos em uma Economia Monetária de Produção

Inicialmente, é importante destacar que, em uma economia monetária de produção, os bancos apresentam um duplo caráter: de um lado, são empresas como outras quaisquer sujeitas à lógica de valorização do capital em um ambiente econômico profundamente marcado pela presença da incerteza fundamental e, de outro lado, os bancos são empresas específicas, fornecedoras de um “bem público” essencial à dinâmica da economia: a moeda bancária, criada a partir dos depósitos à vista (Freitas, 2009b).

Dentro de uma economia monetária de produção, a presença de um sistema bancário minimamente desenvolvido permite aos empresários verem-se livres dos limites impostos pela acumulação prévia. O acesso ao crédito bancário possibilita-lhes mobilizar recursos em montantes superiores ao anteriormente acumulado. Assim, os empresários, baseados em expectativas formadas sobre a rentabilidade futura de seus projetos produtivos, podem investir recursos em magnitude muito superior ao que seria possível se tivessem que depender exclusivamente dos montantes correspondentes às parcelas não gastas da renda auferida em períodos passados, seja pelos próprios empresários, seja pelos demais agentes econômicos da sociedade.

O crédito bancário, como modalidade específica do crédito em geral, é fundamental a esse processo porque não representa uma mera transferência de poder de compra não gasto entre agentes superavitários e deficitários. O grande aspecto distintivo do crédito bancário em relação às demais modalidades de crédito é que representa a criação de novo poder de compra. A concessão de crédito bancário está intrinsecamente associada ao lançamento contábil a crédito – em uma conta de depósito à vista de titularidade do tomador, mantida na própria instituição credora – de valor equivalente ao empréstimo concedido. O referido lançamento contábil representa, ao mesmo tempo: (i) o cumprimento da obrigação do credor (banco) de entregar ao devedor (empresário) o objeto do contrato de crédito firmado entre ambos; (ii) o reconhecimento de uma nova dívida entre as partes, só que com polos invertidos, isto é, o tomador do crédito, que é o titular da conta de depósito em que os recursos foram disponibilizados, aparece nessa nova dívida como credor do referido montante e o banco como

seu devedor; e (iii) o surgimento do principal meio de pagamento em uma economia monetária financeiramente desenvolvida: a moeda bancária, criada a partir dos depósitos à vista, livremente movimentáveis.

Os recursos recém-obtidos pelo empresário tomador do crédito, que estão sob a forma de moeda bancária, serão gradativamente transferidos para contas mantidas por seus fornecedores no sistema bancário, conforme os compromissos decorrentes da execução do projeto de investimento sejam pagos. Logo, não há destruição da moeda recém-criada, mas apenas transferência de titularidade. O mesmo raciocínio aplica-se se o empresário transferir todos os recursos para uma conta por ele mantida em outra instituição bancária. A moeda bancária recém-criada continuará dentro do sistema bancário e, portanto, não desaparecerá.

Para alguns autores, esse processo de concessão de crédito e emissão de moeda bancária representa a criação de novo poder de compra a partir do nada (Freitas, 2009b, p.2). Parece-nos mais adequado dizer que se trata de criação de novo poder de compra como antecipação dos rendimentos futuros esperados do empreendimento financiado, rendimentos estes que serão utilizados, ao menos em parte, para pagar a obrigação assumida pelo empresário junto ao banco que lhe concedeu o crédito necessário ao empreendimento. Dito dessa forma fica mais claro compreender que esse poder de compra recém-criado terá que ser validado pela produção futura dos empreendimentos financiados. Dada a incerteza inerente ao sucesso dos projetos de investimento em uma economia monetária de produção, em um cenário em que a moeda bancária criada para financiar esses empreendimentos não seja validada pelo aumento da produção, pressões inflacionárias podem espalhar-se pela economia (Freitas, 2010, p. 236).

Uma das principais consequências do referido processo de financiamento da produção por meio do crédito bancário é que, estruturada desta forma, a acumulação capitalista se intensifica e a economia como um todo passa a operar de forma alavancada, proporcionando grande dinâmica ao funcionamento do sistema econômico.

Schumpeter (1911) foi um dos principais teóricos a destacar esse aspecto do funcionamento das economias capitalistas. O referido autor centra o foco de sua análise sobre o principal agente responsável pela dinâmica desse tipo de economia: o empresário. Não se trata do

empresário que simplesmente administra um processo produtivo já existente, que meramente gerencia o fluxo de produção de uma planta fabril. Mas sim do empresário empreendedor, daquele que investe, daquele que inova¹³, daquele que realiza “novas combinações de meios produtivos”, nas palavras do próprio autor¹⁴ (Schumpeter, 1911, pp. 48, 54-56).

Após destacar o papel-chave que o empresário desempenha nesse tipo de economia, Schumpeter (1911, p. 52) analisa o financiamento do investimento e questiona:

[...] de onde vêm as somas necessárias à aquisição dos meios de produção necessários para as combinações novas, se o indivíduo em questão por acaso não as tiver?

Primeiramente ele discorre sobre a resposta da teoria convencional, segundo a qual o investimento é financiado pela poupança pré-existente da sociedade. Conclui que seria insuficiente a uma economia capitalista depender apenas da poupança prévia para financiar os novos investimentos, como pode se constatar:

[Em] tal sistema econômico não haveria nenhum grande reservatório de poder de compra livre, para o qual pudesse se voltar quem desejasse formar novas combinações – e sua própria poupança só seria suficiente em casos excepcionais (Schumpeter, 1911, p. 52).

Superada a primeira alternativa, Schumpeter apresenta como resposta à sua indagação o principal mecanismo de criação de liquidez em uma economia capitalista: o crédito bancário. De acordo com as próprias palavras do autor:

¹³ Schumpeter é cuidadoso ao diferenciar “inovação” de “invenção”. Segundo ele, “[e]nquanto não forem levadas à prática, as invenções são economicamente irrelevantes. E levar a efeito qualquer melhoramento é uma tarefa inteiramente diferente da sua invenção, e uma tarefa, ademais, que requer tipos de aptidão inteiramente diferentes. Embora os empresários *possam* naturalmente ser inventores exatamente como podem ser capitalistas, não são inventores pela natureza de sua função, mas por coincidência e vice-versa. Além disso, as inovações, cuja realização é função dos empresários, não precisam necessariamente ser invenções. Não é aconselhável, portanto, e pode ser completamente enganador, enfatizar o elemento invenção como fazem tantos autores” (1911, p. 62).

¹⁴ A expressão “realizar novas combinações de meios produtivos” é recorrentemente utilizada por Schumpeter e engloba: “1) Introdução de um novo bem (...) ou de uma nova qualidade de um bem. 2) Introdução de um novo método de produção (...) e pode consistir também em nova maneira de manejar comercialmente uma mercadoria. 3) Abertura de um novo mercado (...) 4) Conquista de uma nova fonte de oferta de matérias-primas ou de bens semimanufaturados (...) 5) Estabelecimento de uma nova organização de qualquer indústria, com a criação de uma posição de monopólio (por exemplo, pela trustificação) ou a fragmentação de uma posição de monopólio” (1911, p. 48).

Ainda que a resposta convencional à nossa questão não seja certamente absurda, há no entanto um outro método de obter dinheiro para esse propósito, que chama nossa atenção, porque, diferentemente do referido, não pressupõe a existência de resultados acumulados do desenvolvimento anterior, e por isso pode ser considerado o único disponível dentro de uma lógica estrita. Esse método de obter dinheiro é a criação de poder de compra pelos bancos. (...) Esses meios de pagamento creditícios, ou seja, meios de pagamento criados com o propósito e pelo ato de conceder crédito, servem tanto quanto o dinheiro sonante no comércio, em parte diretamente, em parte porque podem ser imediatamente convertidos em dinheiro sonante para pequenos pagamentos ou pagamentos às classes não-bancárias (...) Portanto, o banqueiro não é primariamente tanto um intermediário da mercadoria ‘poder de compra’, mas um *produtor* dessa mercadoria (Schumpeter, 1911, pp. 52-53).

O próprio Schumpeter reconhece que a ideia de criação de dinheiro pelos bancos, ao estabelecer direitos contra si próprios, não é nova, já estando presente em Adam Smith e em outros autores ainda mais antigos (Schumpeter, 1911, p. 69). No entanto, como enfatiza Freitas (2009b), o aspecto original da contribuição de Schumpeter está no entendimento de que o único limite ao poder de concessão de crédito é a solvência do sistema bancário. É essa a conclusão a que chega Schumpeter (1911, p. 78) ao desenvolver a análise a partir da indagação que ele mesmo se coloca:

Se portanto a possibilidade de conceder crédito não está limitada pela quantidade de recursos líquidos existentes, independentemente da criação para o próprio propósito de concessão de crédito, nem pela quantidade de bens existentes – ociosa ou total –, pelo que está ela limitada?

Schumpeter é cuidadoso ao diferenciar o processo descrito por ele – de financiamento dos novos investimentos por meio da criação da moeda bancária associada à concessão de crédito – do processo em que o Estado emite moeda sem limites e de forma desconectada do financiamento de novos empreendimentos, desencadeando processos inflacionários. O autor procura enfatizar que o processo de financiamento dos novos empreendimentos por meio da criação de moeda bancária não é inflacionário, pelo menos não permanentemente, porque está associado à execução de investimentos que vão criar o poder de

compra necessário para validar a concessão inicial do crédito bancário. Segundo Schumpeter (1911, p. 79):

Enfatizo isso expressamente porque a tese concernente ao poder ilimitado que têm os bancos de criar meios de circulação tornou-se um ponto de ataque e um motivo para rejeição da nova teoria do crédito, depois de ser repetidamente citada, não apenas sem as qualificações necessárias, mas também fora do contexto em que se encontra.

Depois de identificar no crédito bancário a principal fonte de liquidez em uma economia capitalista, fundamental para o financiamento dos investimentos, Schumpeter destaca o perfil do típico empresário capitalista:

Ele [o empresário-empresendedor] só pode tornar-se um empresário ao tornar-se previamente um devedor. Torna-se um devedor em consequência da lógica do processo de desenvolvimento, ou, para dizê-lo ainda de outra maneira, sua conversão em devedor surge da necessidade do caso e não é algo anormal, um evento acidental a ser explicado por circunstâncias particulares. O que ele quer primeiro é crédito. Antes de requerer qualquer espécie de bens, requer poder de compra. É o devedor típico na sociedade capitalista (ibid., p.72).

O autor ressalta, ainda, que os investimentos, que em regra estão associados ao longo prazo, são financiados em um primeiro momento por créditos de curto prazo e, posteriormente, passam por um processo em que tanto os empresários quanto os bancos procuram refinanciá-los por meio de créditos de longo prazo. A mudança do perfil de financiamento representa a substituição de “poder de compra criado do nada” por “poder de compra já existente”. Essa substituição é possível porque, ao longo da execução dos diversos projetos de investimento da sociedade, novo poder de compra é criado, permitindo aos agentes poupar uma parte da nova renda criada e possibilitar, assim, a consolidação das dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo.

Segundo o próprio Schumpeter (1911, p. 77):

(...) [S]e é verdade que os empreendimentos de longo prazo são financiados por crédito de curto prazo, cada empresário e cada banco tentará, por razões óbvias, trocar essa base, assim que for possível, por outra mais permanente, e na verdade considerará uma

façanha se puder saltar completamente a etapa inicial num caso individual. Na prática isso coincide aproximadamente com a substituição do poder de compra criado *ad hoc* pelo já existente. E isso geralmente acontece no caso do desenvolvimento em plena marcha que já acumulou reservas de poder de compra.

Keynes foi outro autor de fundamental importância a tratar da relevância do processo de criação da moeda bancária para a dinâmica do processo de acumulação capitalista. Como observado por Freitas (2009b), a moeda bancária é um elemento central de sua obra *Treatise on Money*, de 1930. Para Keynes, o sistema bancário atua como um agente livre de concessão de poder de compra para o investimento uma vez que cria moeda ao conceder crédito. Paralelamente a essa forma de atuação, os bancos também agem como intermediários financeiros do poder de compra já existente.

Tendo em vista o mecanismo de criação de moeda pelos bancos, essas instituições exercem influência sobre o nível dos investimentos e do crescimento econômico de duas maneiras. Em primeiro lugar, as oscilações nas condições e no volume do crédito bancário afetam a quantidade de moeda disponível na circulação industrial, elevando o preço dos ativos de capital e alterando, assim, a atratividade do novo investimento. Em segundo lugar, os bancos afetam a dinâmica da circulação financeira uma vez que a moeda por eles criada, ao representar uma alternativa de conservação de riqueza, influi sobre a taxa de juros, que por sua vez influencia as avaliações dos rendimentos esperados dos novos investimentos produtivos (Freitas, 2009b).

Uma importante contribuição da corrente pós-keynesiana para o entendimento do papel dos bancos dentro de uma economia monetária de produção diz respeito à lógica de atuação individual dos bancos em face dos resultados agregados. Como qualquer empresa capitalista sujeita ao processo de valorização do capital em um ambiente marcado pela presença da incerteza fundamental, os bancos agem – seja como criadores de moeda ou como intermediários financeiros – com base em suas próprias expectativas sobre o estado dos negócios, o desempenho futuro da economia e as perspectivas de rentabilidade dos tomadores de crédito. Fundamentados em expectativas formadas em condições de incerteza, os bancos decidem ativamente exigir mais ou menos garantias dos tomadores, restringir ou expandir a concessão de crédito. Em momentos de deterioração de expectativas, os bancos tendem a restringir crédito,

aumentar as margens de garantia, mudar o perfil de liquidez de seu portfólio em direção a ativos mais líquidos. Já em momentos de crescimento econômico associado à melhoria das expectativas, a tendência é inversa: ampliação do crédito, diminuição das margens de garantia e portfólios menos líquidos.

Ocorre que, se esse comportamento parece adequado a um banco isoladamente, para o conjunto das instituições, um comportamento semelhante pode gerar um efeito autodestrutivo. Os bancos, com base em expectativas pessimistas, ao tentarem reduzir suas exposições aos riscos, podem levar seus devedores à insolvência, ameaçando, de forma reflexa, sua própria solidez. Esse comportamento míope dos banqueiros pode desencadear um círculo vicioso de aumento da inadimplência e de deflação de dívidas e de preços de ativos (Keynes, 1930, *apud* Freitas, 2009b).

Assim como Schumpeter, Keynes também destaca a importância da consolidação do financiamento do investimento por meio da mobilização da poupança gerada ao longo do próprio processo de investimento. Essa consolidação envolve a substituição do crédito bancário de curto prazo por instrumentos financeiros de longo prazo, compatíveis com a maturação do empreendimento.

É importante observar que o processo de consolidação do financiamento do investimento pode ser dar tanto pela emissão de títulos e valores mobiliários, incluindo a emissão de novas ações e títulos representativos de dívida, quanto pelo crédito bancário de longo prazo. Diferentemente do crédito bancário de curto prazo usado inicialmente para financiar o investimento, ambas as alternativas representam formas de transferência de poder de compra já existente. No primeiro caso, a intermediação é feita fundamentalmente pelo mercado de capitais, notadamente as bolsas de valores, e, no segundo caso, a intermediação é realizada pelo próprio sistema bancário, com destaque para os bancos de investimento.

Em seu artigo de 1937, respondendo às críticas do prof. Ohlin, Keynes (1937a) detalha o funcionamento do processo de financiamento do investimento por meio do chamado circuito “*finance-funding*”. Em um primeiro momento, o investimento é financiado por crédito bancário de curto prazo, que representa o surgimento de novo poder de compra materializado na

criação de moeda bancária. Essa etapa é denominada de “*finance*”. Em um segundo momento, a execução do projeto de investimento vai gerar o aumento da renda dos agentes, que, em parte, será poupada. A parcela poupada será canalizada pelo sistema financeiro de forma a consolidar as dívidas de curto prazo dos empresários em dívidas de longo prazo ou em novas ações. Essa é a etapa chamada de “*funding*”. Nesse sentido, Keynes (1937a, p. 92) observa:

Quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos: primeiro, que pode obter recursos suficientes a curto prazo, durante o período da produção do investimento; e, segundo, que acabará financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo, em condições satisfatórias.

Cabe destacar que, na primeira etapa, os bancos, ao concederem crédito, tornam-se temporariamente menos líquidos, mesmo considerando que eles mesmos criam a liquidez repassada aos tomadores do crédito. Isso ocorre porque, concomitante à concessão de crédito, surge um passivo bancário exigível à vista, fruto do lançamento a crédito na conta de depósito de titularidade do tomador de crédito. Naturalmente, o passivo exigível à vista é mais líquido que o ativo correspondente ao crédito de curto prazo concedido ao empresário. Na segunda etapa, os detentores da poupança originada da renda criada com a execução do projeto do novo investimento devem aceitar tornar-se menos líquidos para que o processo de consolidação ocorra e o circuito se complete. De acordo com Keynes (1937a, p. 93-94):

O poupador *ex ante* não tem dinheiro, mas é dinheiro que o investidor *ex ante* requer. Ao contrário, o *financiamento* necessário durante o interregno entre a intenção de investir e sua concretização é principalmente oferecido pelos especialistas, em particular, pelos bancos, que organizam e administram um fundo rotativo de recursos líquidos. É que financiamento constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é “usado”, no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de iliquidez temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez. (...) Em um esquema simplificado, destinado a esclarecer a essência daquilo que está acontecendo, esquema que é, porém, de fato, substancialmente representativo da vida real, pode-se admitir que o *financiamento* é totalmente fornecido pelos bancos durante o interregno. E esta é a explicação do porquê de sua política ser tão importante na determinação do ritmo a que o novo investimento pode caminhar.

No referido trecho, Keynes também sustenta que a liquidez utilizada pelos bancos para o financiamento inicial do investimento não decorre da poupança prévia dos agentes econômicos. A liquidez utilizada para financiar o investimento é derivada do que Keynes chama de “fundo rotativo”. Esse fundo, por sua vez, origina-se do processo de criação da moeda bancária a partir dos depósitos à vista.

A posição teórica de Keynes é frontalmente contrária à posição do *mainstream*. De acordo com a teoria dominante (tanto à época quanto agora), o investimento é financiado pela poupança prévia dos agentes superavitários que abdicam do consumo presente de uma parte de sua renda (poupança) em troca de uma remuneração (juros) que lhes possibilitará um consumo maior no futuro. Desta forma, do cruzamento da curva de oferta de recursos não gastos (poupança) com a curva de demanda de recursos para investimento, determina-se um ponto de equilíbrio correspondente à taxa de juros vigente. Nessa visão de mundo, os bancos são meros intermediários passivos de recursos financeiros. Em contraposição, para Keynes, a taxa de juros é um fenômeno essencialmente monetário, determinado de acordo com a preferência pela liquidez dos agentes em conjunto com a preferência pela liquidez dos bancos¹⁵. Segundo Keynes (1937a, p. 92-93):

Assim, os termos da oferta do financiamento requerido pelo investimento *ex ante* dependem do estado existente das preferências pela liquidez – juntamente com alguns elementos de previsão da parte do empresário, em relação aos termos em que poderá financiar seus recursos, quando chegar a hora –, combinado com a oferta de dinheiro na forma determinada pela política do sistema bancário. Falando em termos amplos, portanto, a taxa de juros relevante para o investimento *ex ante* é aquela determinada pelo estoque corrente de dinheiro e pelo estado corrente da preferência pela liquidez, na data em que o financiamento requerido pelas decisões de investimento foi estipulado.

Em outro ponto de sua obra, Keynes (1937a, p. 96) destaca:

Isso quer dizer que os bancos detêm, em geral, a posição-chave na transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada. Se se recusarem a um afrouxamento, o crescente congestionamento do mercado de empréstimos a curto prazo ou do mercado

¹⁵ Em partes do artigo de 1937, Keynes refere-se à preferência pela liquidez dos bancos como “política do sistema bancário”.

de novas emissões, conforme o caso, inibirá a melhoria, não importa quão frugal o público se proponha a ser a partir de suas rendas futuras. Por outro lado, haverá sempre exatamente suficiente poupança *ex post* para promover o investimento *ex post* e, desse modo, liberar o financiamento que este estava antes empregando. O mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa de falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança. Esta é a mais fundamental das minhas conclusões neste contexto.

O fato de, para Keynes, o investimento não depender da poupança não significa que a forma como é mantida a poupança financeira da sociedade (tanto a poupança prévia, quanto a poupança recém-criada pelo novo investimento) seja irrelevante para o funcionamento da economia. Se a economia e seu sistema financeiro não estiverem adequadamente estruturados de forma a canalizar a poupança recém-criada pelo novo investimento para ativos financeiros de longo prazo destinados a consolidar o financiamento dos projetos de investimento em curso, o processo de decisão de investir será afetado, gerando consequências negativas sobre as novas decisões de investir e sobre o nível de atividade. Como já discutido no capítulo anterior, em uma economia monetária de produção, marcada profundamente pela presença da incerteza fundamental, os agentes econômicos tomam suas decisões baseados em expectativas. No processo de formação de expectativas, a percepção do empresário quanto às condições (prazo, volume e custo) de financiamento e refinanciamento do seu investimento desempenha um papel crucial.

Nesse sentido, Freitas (2009b) afirma:

O investimento não pode ser limitado pelos fluxos de poupança, quer em termos *ex-ante* ou *ex-post*. Porém, isso não significa que a forma como é mantida a poupança financeira seja irrelevante. Para Keynes, na consolidação do investimento, a poupança financeira importa, pois será utilizada para validar as dívidas vincendas e alongar os prazos dos passivos dos devedores. Em outras palavras, não basta que a sociedade tenha acumulado um volume de poupança (entendida como um direito sobre a riqueza) e sim que essa poupança financeira seja canalizada para atender às necessidades da consolidação do financiamento após o projeto de investimento ter sido concluído e os fluxos de despesas a ele associados terem sido completados.

A autora prossegue, destacando o papel dos bancos e demais instituições financeiras nas economias capitalistas:

Assim, em uma economia monetária de produção como a economia capitalista, as decisões de investimento, responsáveis pela criação de riqueza material da sociedade, apoiam-se no sistema financeiro, articulado e complexo. Em outras palavras, o financiamento do crescimento econômico na economia capitalista pressupõe a existência de um sistema bancário organizado e mercados financeiros bem integrados que possibilitem inter-relações financeiras complexas entre os agentes econômicos. Nesse tipo de economia, onde a riqueza pode ser representada por títulos denominados em moeda, os mercados financeiros são instituições cruciais (...). Nesses mercados, os bancos e demais instituições financeiras atuam lado a lado, integrando uma rede vasta e complexa. Enquanto agentes intermediários entre os agentes líquidos e os agentes que desejam liquidez, os bancos e todos os demais tipos de instituições financeiras são o vínculo entre a esfera da circulação financeira e a circulação industrial. Todavia, os bancos são as únicas instituições que combinam a criação de meios de pagamento, sob a forma de moeda de crédito, com a gestão privada de ativos financeiros.

Portanto, os bancos, atuando como criadores de moeda e como intermediários financeiros, influem decisivamente sobre as condições de liquidez da economia e de financiamento do investimento e, conseqüentemente, sobre o nível de produção, renda e emprego. Por essa razão, essas instituições desempenham um papel crucial no funcionamento dos sistemas monetário e financeiro, o que as diferencia das instituições financeiras não bancárias, as quais possuem apenas a função de intermediação (Freitas, 2010, p. 237).

Concorrência capitalista

Como já assinalado anteriormente, os bancos apresentam um duplo caráter constitutivo: de um lado, são empresas como outras quaisquer sujeitas à lógica de valorização do capital em um ambiente econômico profundamente marcado pela incerteza fundamental e, de outro lado, são empresas específicas, fornecedoras de um “bem público” essencial à dinâmica da economia: a moeda bancária criada a partir dos depósitos à vista, livremente movimentáveis.

Como qualquer empresa submetida à lógica da valorização do capital, os bancos buscam continuamente meios de obter mais lucros. Essa busca pelo lucro passa pela tentativa permanente de construção e manutenção de vantagens competitivas frente a seus rivais, sejam eles instituições financeiras bancárias ou não bancárias. Nesse sentido, a concorrência, que é um elemento intrínseco ao processo de valorização do capital de todo tipo de empresa capitalista, também é uma dimensão econômica de grande relevância para a dinâmica de atuação das instituições bancárias.

De acordo com Freitas (1997), a maioria dos trabalhos do *mainstream* sobre concorrência bancária utiliza o marco teórico da organização industrial. De acordo com esse referencial, o setor bancário é tratado como uma indústria e os bancos como firmas, no sentido neoclássico do termo, ou seja, unidades econômicas que maximizam funções de produção. Nesse sentido, a concorrência bancária é analisada sob a ótica dos conceitos do modelo de *estrutura, conduta e desempenho*, desenvolvido a partir das contribuições seminais de Bain e Sylos-Labini. Segundo esse modelo, a estrutura de mercado é o determinante essencial do comportamento das firmas, constituindo-se em forte restrição para a atuação dos referidos agentes (*op. cit.*, p. 61).

Dentro da tradição neoclássica, a concorrência é concebida como uma forma de organização de mercado oposta ao monopólio. São admitidas como condições necessárias para a configuração de uma situação de “concorrência perfeita”: a existência de um grande número de agentes compradores e vendedores, o que evitaria qualquer influência sobre o preço de mercado; o conhecimento perfeito entre os agentes sobre as condições de oferta e demanda; a livre mobilidade dos fatores de produção; a homogeneidade dos produtos; a racionalidade maximizadora e a atuação independente dos agentes¹⁶. Posteriormente, as contribuições teóricas de Chamberlain, de 1933, levaram ao desenvolvimento da teoria da concorrência monopolista como outra forma de organização do mercado, adicionalmente à concorrência perfeita e ao monopólio.

¹⁶ Dentro da abordagem neoclássica, com a presença das condições necessárias à caracterização da “concorrência perfeita”, o livre funcionamento das forças de mercado garantiria a alocação ótima dos recursos.

Posteriormente, foram incorporadas à tradição neoclássica as contribuições da teoria dos mercados contestáveis. De acordo com essa teoria, os resultados da concorrência perfeita podem ser estendidos a todos os mercados desde que verificadas certas condições: (i) livre entrada, com livre acesso à tecnologia e matérias-primas, (ii) livre saída, isto é, ausência de custos irrecuperáveis (*sunk costs*), e (iii) preços sustentáveis, ou seja, as empresas não alteram seus preços para impedir a entrada de concorrentes potenciais.

A inexistência de custos irrecuperáveis permitiria a uma empresa entrar livremente em um mercado, a fim de explorar uma situação particular de existência de lucros extraordinários, e sair assim que tais lucros desaparecessem, sem incorrer em perdas de capital. Desta forma, nos mercados perfeitamente contestáveis, seria possível obter uma alocação ótima de recursos mesmo na presença de estruturas de mercado oligopolistas ou monopolistas. A concorrência potencial eliminaria não só a manutenção de lucros extraordinários, como também as formas ineficazes e excessivamente custosas de produção. Cabe observar que a teoria dos mercados contestáveis, apesar de abrir mão de alguns pressupostos do modelo neoclássico de concorrência perfeita, como o atomismo do mercado e a homogeneidade dos produtos, mantém outros pressupostos igualmente restritivos, tais como a livre mobilidade, a tendência ao equilíbrio e a racionalidade ótima dos agentes (*op. cit.*, p. 53-54).

Para a autora, o conceito neoclássico de concorrência perfeita também pode ser encontrado em estudos de alguns autores heterodoxos como Robinson, Eichner e Wood, assim como em autores marxistas, tais como Baran e Sweezy. Também menciona Steindl e Hilferding como teóricos que utilizaram a noção de concorrência em oposição ao monopólio. A autora ressalta, ainda, que as críticas formuladas por Chamberlain, Robinson e pelos autores marxistas contribuíram para reforçar a posição central do conceito neoclássico de concorrência perfeita na teoria econômica (*op. cit.*, pp. 54-55).

A autora destaca, também, que a principal deficiência da teoria neoclássica está na concepção de “concorrência como uma estrutura de mercado”. Essa concepção pode ser associada a uma “visão estática” de concorrência. Para a autora, a noção de concorrência como estrutura de mercado, seja ela perfeita ou imperfeita, não consegue explicar o comportamento dos

agentes econômicos no processo de luta pela apropriação de riqueza e pela ampliação dos espaços de valorização do capital e nem as interações desses agentes com a dimensão institucional da economia capitalista. No entanto, o reconhecimento dessa deficiência não significa afirmar que as estruturas de mercado não são importantes. O aspecto essencial a ser compreendido em relação às estruturas de mercado é que elas não são imutáveis e nem únicas. Ao contrário, elas são variáveis e, em grande medida, endógenas ao processo competitivo (*op. cit.*, p. 55).

Em contraposição à concepção estática de “concorrência como estrutura de mercado”, a autora defende o conceito de “concorrência como processo”, desenvolvido a partir das obras de Marx e Schumpeter. Em ambos os autores, a concepção predominante é a de concorrência como um processo de enfrentamento dos capitais em busca da apropriação da riqueza social, motivados fundamentalmente pela obtenção de lucros extraordinários. Diferentemente da visão convencional, nesse processo de enfrentamento não há ajustes suaves e nem convergência a um equilíbrio de preços e quantidades. Muito pelo contrário, a regra é o desequilíbrio e o desvio de qualquer centro de gravidade. Para Marx, a concorrência é uma lei imanente do sistema que obriga todos os capitalistas a participarem da luta incessante pela apropriação de mais-valia e que não está relacionada somente à circulação de mercadorias, mas também ao processo de produção, realização e distribuição do excedente.

Schumpeter, por seu lado, dá grande ênfase à inovação, destacando o processo em que as empresas são estimuladas permanentemente a introduzir mudanças, levando a transformações radicais e estruturais no mercado e caracterizando o que chamou de processo de “destruição criadora”. Se a obtenção de lucros extraordinários é o grande incentivo para se introduzir inovações, por seu lado, é a concorrência que fará com que as empresas mais aptas a inovar ou a se adaptar sobrevivam e cresçam, enquanto que as demais serão eliminadas do mercado (*op. cit.*, p. 55-56).

A autora sustenta que o principal mecanismo da concorrência é a diferenciação dos agentes produtores de bens e serviços, alcançada, em grande medida, por meio da inovação. A diferenciação dos produtores engloba tudo o que possa constituir uma vantagem para a

empresa como, por exemplo, informações, imagem da marca, novo processo, nova técnica, nova forma organizacional, novas fontes de financiamento ou de matérias-primas etc. Paralelamente aos agentes inovadores que buscam se diferenciar de seus rivais, outros agentes adotam estratégias de imitação, que também podem se mostrar eficazes. A imitação pelos rivais leva à disseminação da inovação, retirando-lhe, em algum momento, as vantagens competitivas associadas. Esse aspecto do processo de introdução de inovações e de diferenciação dos agentes revela que as vantagens obtidas e, conseqüentemente, os lucros extraordinários auferidos, não são permanentes, dado o processo de imitação e disseminação da inovação pelos rivais, bem como pela possibilidade de introdução de outras inovações por qualquer agente que já esteja no mercado ou que venha a entrar.

Um aspecto relevante a destacar é que esse processo de busca incessante pela construção de vantagens competitivas por meio da inovação e diferenciação pode levar à alteração completa das características do mercado: produtores, fatias de mercado, processos produtivos, matérias-primas, produtos. Uma vez que as condições de mercado são transformadas, os agentes tendem a mudar seu comportamento e suas estratégias de busca de vantagens competitivas, de forma a se adequar às novas condições vigentes, caracterizando um processo interativo em que os agentes transformam as características do mercado e as características do mercado condicionam o comportamento e as estratégias dos agentes.

Freitas observa, ainda, que a concepção de “concorrência como processo” não implica que todos os capitalistas devam comportar-se como adversários uns dos outros o tempo todo. É plenamente razoável, em certas condições, que haja cooperação entre empresas por meio da formação de alianças, sem que essas empresas deixem de agir como rivais em outras atividades. Alianças são relativamente comuns, por exemplo, no caso de desenvolvimento de projetos que necessitem de recursos de magnitude excessiva para uma única empresa. No entanto, apesar de não existir uma oposição conceitual entre cooperação e concorrência, a cooperação não se situa no mesmo nível dos demais mecanismos estratégicos de concorrência, uma vez que não é um instrumento logicamente necessário ao processo concorrencial capitalista e sua ocorrência depende da estrutura de mercado e/ou de uma situação histórica particular (*op. cit.*, p. 59).

Para a teoria convencional, o conceito de “concorrência perfeita” está intrinsecamente associado à concorrência via preços. Os estudos do *mainstream* que tratam de outras formas de concorrência limitam sua validade a situações em que a concorrência não é pura ou que o mercado não é perfeito. Nesse contexto, ganham destaque as chamadas falhas de mercado.

Em contraposição, a concepção de “concorrência como processo” assume que a concorrência pode assumir diferentes formas. A fixação de preços é apenas uma dimensão das estratégias adotadas pelas empresas para enfrentar seus rivais. Adicionalmente, a obtenção de vantagens competitivas parece ser mais importante como instrumento concorrencial que a estratégia de redução de preços.

Segundo Possas (1993), diferentemente da teoria convencional, pode-se afirmar que não é a atonicidade do mercado que determina a concorrência via preços, mas sim que é a ausência de vantagens competitivas que determina tanto a atonicidade como a concorrência via preços. A presença de margens estreitas de lucro significa simplesmente que as vantagens competitivas das empresas de um determinado mercado são fracas para desencorajar a entrada de novos concorrentes.

De acordo com Freitas (1997, p. 60):

[É] possível afirmar que a concorrência enquanto aspecto constitutivo essencial da economia capitalista se caracteriza como um processo dinâmico de elaboração de estratégias para a obtenção de lucros e, por consequência, para ampliação da riqueza. Entre as estratégias adotadas pelos agentes econômicos que controlam o processo de produção da riqueza social, a diferenciação dos produtores aparece como a mais importante. Cada concorrente procura se diferenciar em relação aos demais de modo a obter vantagens de caráter monopolista, que sejam as mais duradouras possíveis. A busca continuamente renovada de vantagens competitivas é assim uma característica fundamental desse processo. Na dinâmica da economia capitalista, as decisões e estratégias de cada agente interagem com as ações dos demais agentes que fazem parte do ambiente competitivo. Assim, as expectativas que influenciam as decisões de adquirir ativos, de produzir ou de construir vantagens competitivas podem ser ou não confirmadas no processo concorrencial, cujo contexto é constantemente modificado pelo

sucesso (ou fracasso) das decisões estratégicas dos diferentes agentes. O conceito de concorrência como forma de mercado (seja perfeito ou imperfeito) enfatizando o papel dos preços não permite explicar nem os meios pelos quais as empresas capitalistas procuram sobreviver em um ambiente competitivo, nem suas relações e interações com a dimensão institucional da economia. Já a noção de concorrência como um processo de luta permanente permite evidenciar que a característica essencial das empresas capitalistas é de estar sob a pressão contínua para inovar e conquistar novos espaços de valorização, através da diferenciação.

Como qualquer empresa submetida à lógica da valorização do capital em um ambiente econômico profundamente marcado pela presença da incerteza fundamental, os bancos buscam continuamente formas de obter os maiores lucros possíveis por meio da obtenção de vantagens competitivas, uma vez que estão igualmente submetidos à lógica da concorrência capitalista. Como assinalado acima, do confronto com seus rivais, não só a obtenção de lucros extraordinários está em jogo, mas também a própria sobrevivência da empresa.

A concorrência bancária adquire uma importância especial em uma economia monetária de produção uma vez que os bancos são empresas específicas, fornecedoras de um “bem público” essencial à dinâmica da economia: a moeda bancária. Como já discutido anteriormente, os bancos não são apenas intermediários da poupança financeira da sociedade, mas fundamentalmente emissores da moeda bancária. Por essa razão, os bancos influem decisivamente sobre as condições de liquidez da economia e de financiamento do investimento e, conseqüentemente, sobre o nível de produção, renda e emprego. Ocorre que, em função das estratégias adotadas no processo concorrencial, as condições de liquidez e de financiamento das decisões de gasto, particularmente o investimento, podem se alterar, impactando o lado real da economia. Além disso, as estratégias adotadas podem aumentar o processo de fragilização da economia, conforme discussão do capítulo anterior relativa à teoria da HIF (Hipótese de Instabilidade Financeira) de Minsky. Adicionalmente, os bancos fazem parte de um sistema institucional articulado, centralizado e organizado em torno de um banco central. Do adequado funcionamento desse sistema depende a manutenção de um sistema monetário estável, importante para o bom funcionamento da economia, particularmente para o processo de tomada de decisão pelos empresários.

Diferentemente do que preconizam os teóricos do *mainstream*, os bancos não são simples intermediários financeiros entre devedores e credores finais. Os bancos têm o poder de criar moeda: a moeda bancária. No entanto, os bancos não são meras máquinas criadoras de moeda que funcionam passivamente sob o comando da autoridade monetária ou sob a demanda dos agentes tomadores de crédito. Como qualquer agente econômico, os bancos agem ativamente de acordo com sua preferência pela liquidez, ora ampliando a concessão de crédito, ora reduzindo, tendo em vista suas expectativas quanto ao futuro. Por essa razão, não é possível aceitar a visão de que os bancos respondem passivamente às preferências e demandas dos demais agentes, visão esta destacada por autores horizontalistas, entre eles Kaldor (1985) e Moore (1988).

Os bancos buscam ativamente descobrir novos clientes, novos meios de conceder crédito, novas maneiras de estabelecer vínculos financeiros com seus clientes e outros bancos, bem com novas formas de obter recursos em condições favoráveis, ampliando, assim, seus ganhos. Desta forma, os bancos administram ativamente os dois lados do balanço e realizam transações fora de balanço que proporcionam grandes lucros sob a forma de comissões. Além disso, como qualquer empresa capitalista, os bancos estão sob a pressão contínua para inovar como forma de aumentar seus lucros, por meio, por exemplo, de comissões oriundas de aceites bancários, transações com divisas, cobranças, gestão de fortunas etc. (Freitas, 1997, p. 63).

Além da posição especial que ocupam em uma economia monetária de produção pelo fato de atuarem como intermediários financeiros e criadores de moeda, os bancos podem ser considerados empresas especiais por, ao menos, outras três razões (Freitas, 1997, p. 64-65). Em primeiro lugar, os bancos são instituições especializadas em fazer transformações de prazos entre ativos e passivos. Como emissores da moeda bancária, os bancos, ao concederem crédito, obtêm ativos menos líquidos que as obrigações emitidas (depósitos), as quais são utilizadas como meio de pagamento e são resgatáveis no curtíssimo prazo. Como intermediários da poupança financeira, os bancos também incorrem na transformação de prazos, captando geralmente em prazos mais curtos que os créditos concedidos. Essa falta de sincronia entre créditos e débitos, ao mesmo tempo em que é uma característica inerente aos negócios bancários, torna a atividade dos bancos arriscada e vulnerável a súbitas contrações de liquidez.

Comparando-se com as empresas industriais, os bancos trabalham com coeficientes de capital sobre ativos bastante baixos e com taxas de endividamento muito elevadas. Ou seja, os bancos tendem a operar de forma altamente alavancada. Por essa razão, uma situação momentânea de carência de liquidez pode transforma-se rapidamente em um problema de insolvência, levando o banco à falência. Utilizando a terminologia de Minsky, os bancos são agentes que tipicamente adotam “posturas financeiras especulativas”, uma vez que necessitam ser continuamente refinanciados, o que pode se dar pelo aumento de depósitos, pelo mercado interbancário ou pelo banco central. Nesse sentido, os bancos são grandes transformadores de prazos, possuindo ativos com um prazo de maturação geralmente bem mais elevado do que seus passivos.

Em segundo lugar, seus produtos principais, o crédito e a moeda bancária, não estão sujeitos a limitações físicas, como custos tangíveis ou limites de capacidade produtiva. Por essa razão, em momentos de expansão econômica e otimismo exagerado, os bancos não se veem limitados a ofertar seus produtos, favorecendo os comportamentos imprudentes e a assunção exagerada de riscos.

Em terceiro lugar, os bancos não incorrem em grandes despesas para inovar. Novos instrumentos financeiros podem ser desenvolvidos a custos relativamente baixos e rapidamente oferecidos ao público. No entanto, como não há registro de patentes para os novos instrumentos financeiros, rapidamente os bancos concorrentes passam a imitar o banco inovador.

Desta forma, o processo de introdução de inovações financeiras no sistema bancário revela uma dinâmica peculiar. Os incentivos para a inovação são os mesmos das empresas em geral: a busca por novas e maiores oportunidades de valorização da riqueza, de um lado, e a pressão da concorrência, de outro. No entanto, por serem relativamente menos custosas e mais fáceis de serem copiadas, as inovações financeiras tendem a ser rapidamente disseminadas entre as demais empresas do setor. Assim, os ganhos decorrentes das inovações financeiras tendem a revelar um caráter temporário, o que serve, em certa medida, de estímulo ao funcionamento de um processo contínuo de introdução de inovações financeiras.

Regulação Prudencial¹⁷

Uma das características mais marcantes do sistema financeiro, e especificamente do setor bancário, é o fenômeno do *risco sistêmico*. Segundo Carvalho (2005a, pp. 121-126), esse fenômeno, que intensifica o caráter especial do funcionamento dos bancos em relação à dinâmica dos demais setores da economia, é caracterizado pela possibilidade de um problema localizado em uma instituição bancária alastrar-se para outras instituições que componham o sistema e, na sequência, levar ao colapso da economia como um todo.

Em uma economia de mercado, toda empresa está exposta a riscos. Nesse tipo de economia, os agentes privados decidem livremente a forma de aplicar seus recursos, cabendo-lhe individualmente não só a apropriação dos prêmios obtidos com o sucesso de sua empreitada, mas também o ônus de um eventual fracasso. Entretanto, para as instituições bancárias, esse risco ganha uma dimensão amplificada. Quando uma empresa passa por dificuldades, em virtude, por exemplo, de problemas derivados de uma gestão ineficiente ou de desastres naturais, não há porque se imaginar que, em condições normais, tais dificuldades sejam transmitidas a outras empresas do mesmo setor. Ao contrário, o que se espera é que os concorrentes se beneficiem dos problemas enfrentados pela empresa em dificuldades, ocupando o seu espaço no mercado. No entanto, no setor bancário, em razão do papel singular e crucial exercido pela *confiança do público* em relação à solidez das instituições, o fracasso de uma empresa, em vez de levar a um mero rearranjo de participações de mercado, pode gerar uma reação em cadeia, afetando outras instituições bancárias e levando-as também ao fracasso, mesmo que, *a priori*, não apresentassem nenhum problema de solvência. Esse mecanismo de disseminação dos efeitos de um fracasso de um banco individual para outras instituições do setor e, em seguida, para todo o sistema bancário constitui o fenômeno do *contágio* (Carvalho, 2005a, pp. 121-122).

Por seu lado, em função da inserção específica dos bancos em uma economia capitalista moderna, o colapso do sistema bancário pode gerar um profundo dano para a economia como um todo, afetando de forma intensa empresas e setores que, a princípio, não

¹⁷ O termo “regulação” é utilizado neste trabalho para se referir à atividade estatal de definição das regras e condições mais gerais de atuação dos agentes privados. O termo “regulamentação” é utilizado para uma atividade mais específica, a de edição de normas jurídicas por meio das quais as regras definidas pela “regulação” são incorporadas ao sistema jurídico. O termo “supervisão” é utilizado para se referir à atividade de acompanhar e fiscalizar o cumprimento dos regulamentos editados.

estavam relacionados aos problemas iniciais sofridos pela instituição bancária que desencadeou todo o processo. Desta forma, o *contágio* transborda as fronteiras do sistema bancário e avança sobre outros setores da economia. A possibilidade de ocorrência dessa cadeia de eventos constitui o *risco sistêmico*.

Admite-se que haja dois canais principais de transmissão dos problemas enfrentados pelo sistema bancário para outros segmentos da economia. O primeiro canal de transmissão seria por decorrência da função desempenhada pelos bancos na criação do crédito. O segundo estaria associado ao papel preponderante do sistema bancário na operação do sistema de pagamentos (Carvalho, 2005a, p. 123).

Como tratado em tópico anterior, o crédito é um insumo de essencial importância para a dinâmica das economias capitalistas. A realização do investimento depende fundamentalmente do acesso ao crédito. Conforme visto, um empresário capitalista é antes de tudo um devedor. No circuito keynesiano do investimento, o *funding* pode até ser realizado por meio do mercado de capitais, mas o *finance* é essencialmente provido pelo sistema bancário. O processo de criação da moeda bancária, a partir da concessão de crédito e imediata constituição do respectivo depósito à vista, é elemento crucial para a dinâmica do *finance* e substitui a poupança prévia como principal forma de financiamento do investimento (seja a poupança prévia do próprio empreendedor, seja a poupança prévia de terceiros). Logo, uma crise no sistema bancário que gere uma forte restrição ao mecanismo de criação do crédito tende a levar a uma redução substancial da atividade produtiva, com grandes impactos sobre o nível agregado da renda, da produção e do emprego.

Por outro lado, além da função desempenhada quanto ao crédito, os bancos são os principais operadores do sistema de pagamentos de uma economia capitalista. A moeda bancária, constituída a partir da possibilidade de transferência de depósitos à vista para a liquidação dos compromissos firmados pelos agentes econômicos, constitui o meio de pagamento de maior importância utilizado nesse tipo de economia. O papel-moeda, que é a forma por excelência da moeda legal imposta pelo Estado, é usado apenas marginalmente para a liquidação das transações, especialmente em operações de pequeno valor. Na grande maioria das vezes, os

compromissos são pagos por meio de transferências de saldos mantidos em contas de depósito à vista junto aos bancos. Uma interrupção desse sistema de pagamentos operado a partir do sistema bancário tem o potencial de levar a economia como um todo ao colapso.

O funcionamento do sistema de pagamentos depende fortemente da *confiança do público*. Enquanto a aceitação do papel-moeda para a liquidação de compromissos contratuais é imposta pelo Estado, o depósito à vista é uma obrigação privada de aceitação estritamente voluntária. Como já mencionado anteriormente, o depósito à vista é uma promessa feita por um agente privado, no caso, o banco, de entregar um montante de moeda legal, ao par, a qualquer momento em que o titular da respectiva conta de depósito o desejar. A percepção, perante os olhos do público, da equivalência entre a moeda legal e os depósitos à vista depende crucialmente da confiança que o público tenha de que a promessa firmada pelo banco – de entregar a moeda legal a qualquer momento – poderá ser cumprida. É essa percepção que torna a moeda legal e os depósitos à vista substitutos perfeitos, dando a estes últimos o caráter de meio de pagamento e surgindo, assim, a moeda bancária.

Se a *confiança do público* vier a ser abalada quanto à capacidade do banco de honrar o referido compromisso, os titulares das contas de depósito tendem a querer resgatar os recursos depositados. Na medida em que esse comportamento se alastra entre os demais depositantes, forma-se uma *corrida bancária* (Carvalho, 2005a, p. 124).

O grande problema da *corrida bancária* é que os bancos operam sob o sistema de *reserva fracionária*. A partir da experiência acumulada, relativa ao histórico de volumes normais de saques de seus clientes, e com base no mecanismo do *multiplicador bancário*, os bancos expandem suas operações de concessão de crédito e conseqüentemente suas fontes de receitas, criando novos ativos, de um lado, e depósitos à vista, de outro. Multiplicando, desta maneira, os depósitos à vista, os bancos acabam mantendo apenas uma pequena proporção do montante de depósitos sob a forma de reservas de moeda legal. A maior parte dos ativos de seus balanços estará, assim, sob a forma de créditos concedidos, que possuem um prazo de maturação substancialmente maior que o dos depósitos à vista. Ao enfrentarem uma *corrida bancária*, os bancos não têm, portanto, como honrar o desejo de resgate imediato dos depositantes, tornando-

se, por consequência, insolventes e contribuindo, com isso, para disseminar a desconfiança para outros bancos do sistema. Essa situação é agravada pelo fato dos resgates serem honrados por ordem de chegada, o que faz com que os primeiros depositantes sejam atendidos integralmente, até que as reservas do banco se esgotem. Cria-se, desta maneira, um forte estímulo para que, ao primeiro sinal de desconfiança, os depositantes corram para resgatar seus recursos.

Um sistema bancário estruturado sobre esses elementos – depósitos à vista com maturidade zero e valor fixado, ao par, em termos de moeda legal, associado a um sistema de reservas fracionárias e à obrigação de atender aos pedidos de resgate pela ordem de chegada – tende a ser inerentemente instável e sujeito a corridas bancárias periódicas. E é isso justamente o que demonstra a observação empírica ao longo da história bancária.

Historicamente a diminuição da instabilidade intrínseca ao funcionamento do sistema bancário ocorreu por meio de garantias trazidas principalmente pelo Estado, que, por ser o emissor da moeda legal, estava em uma posição privilegiada para criar as chamadas *redes de segurança*. Essas garantias são materializadas por meio de duas formas principais: (i) o mecanismo de *seguro de depósitos*, que procura proporcionar certa segurança aos depositantes ao garantir-lhes, em um prazo relativamente curto, o resgate dos recursos depositados até determinado valor, e (ii) o desenvolvimento dos bancos centrais como *emprestadores de última instância*, que proporcionam liquidez às instituições submetidas a situações de estresse, mas ainda solventes (Carvalho, 2005a, p. 125; Canuto & Lima, 1999). Pode-se acrescentar que as regras institucionais de liquidação ordenada de uma instituição bancária insolvente constituem outra forma de atenuar os receios sobre o funcionamento do sistema bancário.

No entanto, as *redes de segurança* por si só não são suficientes. Isso porque os bancos tendem a encarar a existência dessas *redes de segurança* como um estímulo para assumirem posturas ainda mais arriscadas. Como qualquer empresa capitalista, os bancos estão, de um lado, continuamente buscando maiores oportunidades de valorização da riqueza e, de outro, submetidos à lógica concorrencial do sistema. Ao procurar explorar ao máximo as oportunidades de valorização e pressionados pela concorrência, os bancos têm a propensão a, de um lado, operar altamente alavancados e, de outro, aumentar o descasamento de maturidades

(*maturity mismatch*), isto é, o descasamento entre os prazos de vencimento entre seus ativos e passivos. Quanto maiores essas duas dimensões de seu perfil de atuação – a alavancagem e o descasamento de prazos – maiores tendem a ser sua rentabilidade, de um lado, e seus riscos, de outro.

Desta forma, paralelamente ao surgimento das *redes de segurança*, mas assumindo um papel de grande proeminência na busca pela menor instabilidade do sistema bancário, desenvolve-se uma forma muito mais direta e intensa de intervenção estatal sobre a atividade dos bancos: a *regulação prudencial*.

A *regulação prudencial* procura, assim, estabelecer um conjunto de regras que o sistema bancário deve compulsoriamente seguir de forma a moldar o comportamento dos bancos em torno de um perfil de risco que a instituição esteja apta a lidar e mais adequado à sustentabilidade de cada instituição individualmente e do sistema bancário como um todo. A *regulação prudencial* visa diminuir a ocorrência de corridas bancárias, bem como os episódios de insolvência entre as instituições do segmento. Para atingir esse objetivo, a *regulação prudencial* está intrinsecamente associada à *supervisão prudencial*, que tem a tarefa de fiscalizar o cumprimento das regras emanadas pela primeira.

A *regulação prudencial* apresenta-se como uma modalidade de uma categoria mais geral, a *regulação financeira*. Nesse sentido, Blinder (2010, pp. 279-280) apresenta quatro razões que justificariam a existência da *regulação financeira*. A primeira razão seria a proteção do consumidor. Dentro dessa perspectiva, o objetivo da *regulação financeira* é proteger o consumidor de práticas anticompetitivas, de preços excessivos, de fraudes, de práticas enganosas e do comportamento insensato e ingênuo dos próprios consumidores. A segunda razão para a existência da *regulação financeira* seria a proteção dos cidadãos que pagam impostos. Nesse sentido, caberia à *regulação financeira* limitar os custos das *redes de segurança* disponibilizadas às instituições financeiras, bem como de eventuais pacotes de resgate de instituições bancárias em dificuldades. A terceira razão seria a estabilidade financeira. O objetivo, nesse caso, seria o de proteger o sistema financeiro contra as várias fontes de risco sistêmico, contra as corridas bancárias e contra problemas ou quebras desordenadas de grandes instituições que sejam “*too big*

to fail” ou “*too interconnected to fail*”. A quarta razão seria a estabilidade macroeconômica. Nesse sentido, a regulação deveria limitar os impactos de choques financeiros sobre a economia real ou limitar a propagação e amplificação dos choques originados fora do setor financeiro, mitigando, assim, os movimentos exagerados de expansão e contração.

De acordo com Sobreira (2005), a regulação financeira também possuiria o objetivo de buscar ampliar a *eficiência do sistema financeiro*, fazendo com que mais agentes econômicos tenham acesso aos recursos financeiros dos quais necessitem.

Freitas (2010, p. 242) sustenta que a *regulação prudencial* é realizada normalmente em duas dimensões: a macroeconômica e a microeconômica. A primeira dimensão da regulação diz respeito à autonomia relativa do sistema bancário privado em criar moeda bancária e modificar as condições de liquidez da economia. Conforme análise anterior, o poder de criação monetária dos bancos está fundado em uma organização institucional particular composta por um vasto sistema de pagamentos hierarquizado e organizado em torno de um banco central, que é o responsável pela emissão da moeda central, isto é, do meio de pagamento último da economia. Os bancos, por estarem no centro desse sistema, possuem um acesso especial à moeda central, mas em contrapartida, são submetidos ao controle estatal.

A segunda dimensão da regulação refere-se às atividades dos bancos individuais, que podem afetar e ameaçar a segurança do conjunto do sistema bancário e, por consequência, do sistema de pagamentos. Os bancos, impulsionados pela lógica concorrencial, possuem a tendência de assumir riscos excessivos, especialmente na fase de expansão do ciclo econômico. Essa instabilidade intrínseca da atividade bancária é uma das razões para a regulação prudencial.

Nesse sentido, o principal desafio dos órgãos de regulação prudencial seria o de assegurar que a busca de lucros pelos bancos fosse realizada em condições sustentáveis, sem ameaçar a estabilidade do sistema bancário em seu conjunto, tanto no âmbito doméstico como no âmbito internacional.

Entretanto, cabe destacar que, para Minsky (1986, p. 250), o conflito permanente entre a regulação prudencial e a tentativa dos bancos de contornar as regras impostas é um jogo perdido, uma vez que os bancos têm muito mais a ganhar que órgão regulador. Além

disso, deve-se mencionar a possibilidade dos supervisores bancários serem capturados pelos interesses do setor bancário.

Nesse sentido, Freitas (1997, p.66) sustenta que a atividade bancária é marcada por uma tensão permanente entre os objetivos de estabilidade do sistema financeiro, de um lado, e a procura dos bancos individuais por novas fontes de valorização da riqueza, de outro. Nessa busca incessante pelo lucro, os bancos procuram permanentemente escapar dos limites impostos pela regulação, uma vez que tais restrições geralmente diminuem suas oportunidades de lucro. A maior ou menor facilidade de contornar esses limites regulatórios e as formas assumidas pela concorrência bancária dependem das características específicas do ambiente institucional e jurídico no qual essas instituições atuam¹⁸. A autora ressalta que a dinâmica concorrencial pode contribuir para a crescente incoerência do regime monetário e financeiro em vigor, provocando sua modificação. Desta forma, ela argumenta que o traço distintivo da concorrência bancária se fundamenta no conflito entre a busca de valorização da riqueza pelos bancos e a natureza de “bem público” da função monetária desempenhada por essas instituições. Em função desse conflito irreconciliável, o espaço e as formas da concorrência no sistema bancário acabam apresentando a particularidade de estarem circunscritos aos limites fixados pela regulamentação. No entanto, a autora observa que tais limites não são imutáveis. Eles evoluem com o desenvolvimento da economia. Desta forma, observa-se que, de um lado, as instituições bancárias reagem às modificações no ambiente macroeconômico, regulatório e competitivo no qual atuam, e, de outro, agem ativamente de forma a transformá-lo.

No que se refere às principais características da *regulação prudencial*, um dos aspectos que merece especial destaque diz respeito à propensão da regulação de amplificar ou não os ciclos econômicos, ou seja, de seu eventual caráter *pró-cíclico*. Essa discussão depende do adequado entendimento de três dimensões do fenômeno da *ciclicidade*. Em primeiro lugar, a economia capitalista tem uma natureza cíclica, ou seja, observa-se uma sucessão de fases de expansão econômica seguida de fases de contração. Em segundo lugar, o comportamento do sistema bancário nesse tipo de economia tende a ser pró-cíclico. E em terceiro lugar, a estratégia

¹⁸ Esse processo contraditório e irreconciliável entre a regulação e a ação dos bancos individuais de buscarem livrar-se dos limites regulatórios em razão de maiores oportunidades de lucros é tratado por Corazza (2005, p.84) como a *dialética da regulação*.

de *regulação prudencial* pode ter um caráter pró-cíclico, neutro ou anticíclico, dependendo de sua configuração específica.

De acordo com a discussão apresentada no primeiro capítulo, especialmente no que se refere à apresentação da *Hipótese de Instabilidade Financeira* de Minsky, a economia capitalista é inerentemente cíclica, marcada por uma sequência de fases de expansão, em que o otimismo prevalece e se transforma em euforia, seguidas por fases de contração, marcadas pela predominância do pessimismo exagerado. Como sustentado por Minsky e desenvolvido no capítulo anterior, esse movimento cíclico da economia decorre basicamente da dinâmica do processo de fragilização financeira, em que os agentes tendem a subestimar os riscos durante a fase de expansão econômica, assumindo posturas financeiras cada vez mais arriscadas, e a superestimar os riscos na fase de contração dos negócios. Nas fases de expansão, os agentes tendem a diminuir sua preferência pela liquidez, enquanto que nas fases de contração, a tendência é contrária, isto é, de aumento da preferência pela liquidez.

Nessa dinâmica peculiar das economias capitalistas, os bancos tendem a se comportar de forma pró-cíclica, ou seja, amplificando as fases de expansão e de retração da economia. Durante a fase de expansão, os bancos são contagiados pelo clima de otimismo e tendem, assim como os demais agentes, a subavaliar os riscos, reduzindo sua preferência pela liquidez e estimulando a concessão de crédito que, por sua vez, vai favorecer a compra de novos ativos pelos agentes econômicos (incluindo ativos de capital), retroalimentando, assim, a fase de expansão. Na fase de contração do ciclo, os bancos atuam de forma inversa. Em função do pessimismo exagerado, nessa fase do ciclo os bancos tendem a restringir a concessão de crédito, o que leva a uma diminuição adicional da demanda por ativos, amplificando o movimento contracionista.

Por seu lado, o viés da estratégia de *regulação bancária prudencial* pode agir de forma a intensificar ou não o comportamento pró-cíclico dos bancos. Dependendo de como forem concebidas as regras de regulação, os mecanismos regulatórios podem incentivar os bancos a aumentar ainda mais seus empréstimos na fase de expansão do ciclo e a restringir de forma adicional o crédito na fase de retração da economia. Logo, é possível distinguir, para fins

analíticos, o viés da estratégia de *regulação prudencial* e a natureza pró-cíclica do comportamento dos bancos. Compreendida essa distinção, pode-se vislumbrar um padrão de *regulação bancária prudencial* que seja pró-cíclico, anticíclico ou neutro.

A partir desse entendimento, cabe analisar a interação entre o comportamento naturalmente pró-cíclico dos bancos e os diferentes e possíveis vieses da *regulação prudencial*. Em primeiro lugar, é muito claro que uma *regulação prudencial* pró-cíclica incidindo sobre o comportamento pró-cíclico dos bancos resulta em uma dinâmica pró-cíclica mais intensa da atividade bancária, o que leva naturalmente a uma amplificação dos ciclos econômicos. Já uma regulação neutra incidindo sobre o comportamento pró-cíclico dos bancos tende a preservar a dinâmica pró-cíclica da atividade bancária. No entanto, a incidência de uma regulação anticíclica sobre o comportamento pró-cíclico dos bancos não tem um resultado claramente predeterminado. O efeito resultante dessa interação vai depender da intensidade dos elementos anticíclicos da estratégia regulatória. Se forem suficientemente fortes, podem, em tese, tornar o comportamento dos bancos anticíclico ou, ao menos, neutro relativamente aos ciclos econômicos.

Cabe observar que dificilmente uma regulação prudencial será anticíclica o suficiente para tornar anticíclico o comportamento dos bancos. Mesmo que por hipótese, o comportamento dos bancos fosse transformado a tal ponto pela regulação prudencial, ainda assim a dinâmica da economia capitalista continuaria cíclica, só que atenuada pelo comportamento dos bancos.

Por fim, cabe ressaltar que uma estratégia de regulação prudencial pode conter elementos pró-cíclicos e elementos anticíclicos, não sendo, muitas vezes, possível determinar *a priori* quais elementos tenderão a prevalecer e, portanto, o viés resultante dessa interação.

2.3. Basileia I

Durante a maior parte do século XX, como o aspecto mais visível das crises sistêmicas eram as *corridas contra bancos*, a regulação bancária prudencial esteve voltada para a liquidez dos depósitos (Carvalho, 2005a). Essa estratégia se mostrou funcional enquanto as

instituições bancárias mantiveram um perfil de atuação relativamente simples, captando recursos basicamente por depósitos à vista e aplicando em empréstimos de curto e médio prazo. Além disso, outra característica importante para a atuação dos bancos nesse período era forte segmentação a que estavam submetidos. Em países como os EUA, essa segmentação impedia que bancos comerciais oferecessem serviços típicos de bancos de investimento ou de sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. No caso norte-americano, a segmentação também se dava por critérios geográficos, de forma que os bancos comerciais só podiam atuar dentro de certas regiões do país, o que representava restrições adicionais para o processo de concorrência. Essa regulação restritiva da atividade financeira em geral e da atividade bancária em especial havia sido fruto das mudanças regulatórias surgidas por ocasião da grande crise da década de 1930. Nos EUA, o diploma normativo mais representativo dessa segmentação era o *Glass-Steagall Act*, de junho de 1933.

A partir dos anos 1970, com o colapso do acordo de Bretton Woods, esse arranjo institucional que pautava a atividade bancária começou a ser posto em xeque. Como já mencionado no primeiro capítulo, os choques macroeconômicos do período, destacadamente os aumentos dos preços do petróleo, associados a mudanças institucionais profundas, tais como o fim do regime de taxas fixas de câmbio, a adoção generalizada de políticas monetárias contracionistas, a desregulamentação financeira e a liberalização dos fluxos de capitais, levaram ao aumento significativo da volatilidade das taxas de câmbio e de juros. Como fruto desse processo, o grau de incerteza inerente à tomada de decisões pelos agentes econômicos aumentou de forma significativa (Prates, 2002).

As crises nos sistemas bancários, que até então eram raras, tornaram-se frequentes desde então. Conforme destacam Canuto & Lima (2005, p. 169), evidências empíricas apontam para a ocorrência de crises de solvência em 69 países entre o final da década de 1970 e a primeira metade da década de 1990. Entre 1980 e 1995, problemas significativos no setor bancário foram observados em quase três quartos dos países-membros do FMI. Em contraste, entre 1945 e 1971, em uma amostra de 21 países desenvolvidos e emergentes, apenas um caso de crise de bancos foi observado: no Brasil, em 1963.

Nesse cenário de fortes mudanças e aumento da instabilidade, ocorreram inovações institucionais e financeiras que ocasionaram profundas modificações no sistema, enfraquecendo as estratégias tradicionais de regulação bancária. Dentre as principais inovações destacam-se o processo de securitização, o desenvolvimento dos mercados de derivativos e a transformação da firma bancária em direção ao modelo de banco universal (Mendonça, 2002; Prates, 2002).

Em 1974, foram observados sérios distúrbios nos mercados internacionais, com destaque para a insolvência da instituição bancária alemã Bankhaus Herstatt e a consequente incapacidade de honrar a liquidação de contratos de câmbio que esse banco havia realizado. Os supervisores bancários dos países do G-10 foram estimulados, então, a criar, ao final de 1974, o Comitê de Basileia para Supervisão Bancária, instalando-o dentro do Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements – BIS*), localizado na cidade de Basileia, na Suíça. Esse comitê, conhecido sinteticamente por Comitê de Basileia, era integrado, até a crise financeira internacional de 2007-2008, por 13 nações: 11 membros do G-10 (Alemanha, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Holanda, Inglaterra, Itália, Japão, Suécia e Suíça) mais Luxemburgo e Espanha¹⁹. A partir de 2009, foram admitidos 14 novos membros: Argentina, África do Sul, Arábia Saudita, Austrália, Brasil, Cingapura, China, Coreia do Sul, Hong Kong, Índia, Indonésia, México, Rússia, e Turquia, totalizando 27 países-membros.

No Comitê de Basileia, os países são representados pelos seus bancos centrais e, quando cabível, também pelos respectivos órgãos de supervisão bancária. O objetivo do Comitê é ser um fórum permanente de cooperação internacional em termos de supervisão bancária e técnicas de gestão dos riscos inerentes à atividade dos bancos, de forma a fortalecer a solidez dos sistemas bancários nacionais.

O Comitê não tem poder normativo, uma vez que a regulação bancária é matéria de competência dos parlamentos nacionais e dos respectivos órgãos reguladores. No entanto, do ponto de vista internacional, suas recomendações gozam de grande poder de

¹⁹ Na época do primeiro acordo, a Espanha ainda não fazia parte do comitê.

influência e são seguidas não só pelos países-membros, mas também pelas demais nações (Freitas & Prates, 2003).

Em 1988, o Comitê de Basileia divulgou o seu primeiro Acordo de Capitais por meio do documento intitulado “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*”, que passou, posteriormente, a ser conhecido como Basileia I. Esse documento trouxe uma mudança significativa na antiga estratégia de regulação bancária prudencial. Esta deixou de se centrar na *liquidez* e passou a se basear na *solvência* das instituições bancárias, tendo como fundamento dessa estratégia a exigência de manutenção de requerimentos mínimos de capital regulatório, calculados a partir de ativos ponderados pelo risco. Esses requerimentos mínimos de capital regulatório representariam uma segurança quanto à ocorrência de perdas não esperadas, uma vez que as perdas esperadas já seriam enfrentadas por meio das regras de provisão.

Formalmente, o Acordo de 1988 trazia como objetivos (i) a redução das fontes de desigualdade competitiva entre os grandes bancos de atuação internacional e (ii) a melhoria da solidez e da estabilidade do sistema bancário internacional. No entanto, a análise mais detalhada do documento revela claramente que o primeiro objetivo se sobrepunha ao segundo, constituindo-se no grande elemento motivador da elaboração do Acordo de 1988.

Carvalho (2005b) argumenta que Basileia I foi muito mais fruto da globalização nascente do que da percepção da necessidade de uma reorientação estratégica dos métodos de regulação financeira até então vigentes. O objetivo principal do acordo era inicialmente bastante modesto, uma vez que tinha como meta fundamental a equalização das condições competitivas entre os grandes bancos de atuação internacional. Na medida em que o mundo caminhava a passos largos no sentido da globalização financeira, os bancos americanos estavam em situação competitiva desvantajosa relativamente aos seus congêneres europeus e japoneses, uma vez que, em virtude da legislação doméstica, deviam manter maiores níveis de capital regulatório do que seus rivais internacionais, incorrendo, assim, em custos mais elevados.

No entanto, o Acordo de 1988 acabou por ganhar uma dimensão mais ampla. De um instrumento originalmente de nivelamento competitivo entre grandes bancos internacionalmente ativos do G-10 (grupo dos 10), foi alçado à categoria de novo paradigma da

regulação bancária prudencial em todo o mundo. Desta forma, acabou satisfazendo não só aqueles que estavam preocupados com o nivelamento das condições de competição, mas também aqueles que julgavam a estratégia regulatória anterior inadequada em face dos riscos sistêmicos gerados pela dinâmica contemporânea dos mercados financeiros.

Dentro dos países do G-10, não só os bancos internacionalmente ativos foram submetidos às regras do acordo, mas também os demais bancos integrantes do sistema. Além disso, o acordo acabou sendo adotado por quase todos os países desenvolvidos e por um grande número de países em desenvolvimento. Um forte estímulo nesse sentido foi a adoção pelo FMI e Banco Mundial, no final dos anos 1990, do Acordo de Basileia como parâmetro de avaliação de solidez financeira dos países-membros (Carvalho, 2005a).

Nos anos 80, o debate acadêmico oriundo da economia convencional estava centrado em torno do risco moral gerado pela estratégia de regulação financeira vigente até então, fundada no binômio: *rede de segurança e regulação prudencial*. O argumento era de que, nessas condições, o sistema bancário operava segundo um modelo de agente e principal sob a assimetria de informação. Observava-se que o agente (banco) não gozava de incentivos para se precaver adequadamente em relação aos riscos envolvidos na concessão de empréstimos e nem o principal (depositante) era incentivado a tomar precauções na escolha do banco onde fazer seus depósitos.

A imposição de requerimentos de capital regulatório, trazida por Basileia I, seria um modo eficaz de reduzir a divergência de interesses entre agente e principal, na medida em que os bancos passariam a colocar em risco parcelas crescentes do capital da instituição em suas operações de crédito. A lógica norteadora dessa nova estratégia de regulação era a de que, tendo os acionistas que colocar em risco uma proporção maior do próprio capital, a instituição bancária acabaria sendo administrada de forma mais prudente, desestimulando, assim, a realização de operações excessivamente arriscadas. Por outro lado, se as operações realizadas pela instituição se mostrassem malsucedidas, gerando perdas não esperadas (as perdas esperadas seriam custeadas pelas provisões), a própria instituição teria condições de arcar com os referidos prejuízos, abatendo-os do capital regulatório. Desta forma, essa estratégia regulatória reduziria a

probabilidade da instituição tornar-se insolvente, minimizando, inclusive, as chances de haver necessidade de socorros bancários com dinheiro público.

Desde sua proposição e implantação, foram percebidas várias limitações no Acordo de 1988. Inicialmente, Basileia I trazia a prescrição de requerimentos de capital regulatório somente para o risco de crédito. Além disso, o Comitê não se limitou apenas a prescrever a mensuração de requerimentos de capital regulatório. Ele mesmo se propôs a calcular os fatores de ponderação de risco relativos às operações de crédito, produzindo uma tabela com coeficientes de risco para cada classe de ativos (Quadro 1). Essa tabela veio a se mostrar, posteriormente, bastante grosseira (Mendonça, 2002; Lima, 2005).

Quadro 1 - Ponderação de Risco por Classe de Ativos

Ponderação	Ativo
0%	Títulos do governo central ou do banco central do país em moeda local
	Títulos de governos ou bancos centrais de países da OCDE
0 a 50% (*)	Títulos de instituições do setor público
20%	Títulos de bancos multilaterais de desenvolvimento
	Direitos de bancos incorporados na OCDE
	Direitos de bancos de fora da OCDE de prazos menores que 1 ano
50%	Empréstimos imobiliários hipotecários
100%	Títulos do setor privado
	Títulos de governos fora da OCDE

(*) Nesta categoria há espaço para atuação discricionária das autoridades locais.

Fonte : BCBS (1988) *apud* Mendonça (2002).

Carvalho (2005a) sustenta que o resultado dessa tentativa de tutelar as instituições financeiras não foi a melhoria do sistema e sim a ampliação de suas distorções. Ao atribuir ponderações de risco às operações de crédito em níveis diversos daqueles percebidos pelo mercado, o acordo permitiu ganhos de arbitragem que afrontavam a própria lógica do acordo. A título de exemplo, o autor observa que, ao atribuir genericamente risco zero aos empréstimos destinados a qualquer país da OCDE, o comitê acabou incentivando a concessão de empréstimos aos países mais arriscados desse grupo. Isso porque as receitas dessas operações eram pautadas pela avaliação dos riscos inerentes feita pelos agentes de mercado, enquanto que os custos dessas operações eram fixados em função das classes de risco previstas no acordo. Em outras palavras, para os países mais arriscados da OCDE, o capital alocado para fins regulatórios (capital

regulatório) mostrava-se menor que o capital calculado tendo em vista a percepção da própria instituição em relação aos riscos incorridos na operação (capital econômico), gerando uma redução “artificial” de custos e aumento de rentabilidade.

Essa mesma deficiência, relativa a incentivos para arbitragens regulatórias, foi destacada por Lima (2005, p. 196). Esse autor aponta, ainda, uma segunda deficiência importante de Basileia I: a não consideração de técnicas de mitigação de risco, tais como o uso de colaterais, o uso de derivativos e a securitização de ativos. Segundo o autor, o Acordo de 1988 pecaria por não permitir o uso e o aprimoramento de técnicas e instrumentos de gestão de risco.

Outra deficiência que pode ser apontada diz respeito à concepção de atividade bancária implícita no documento, baseada no padrão tradicional de banco comercial, que capta depósitos e realiza empréstimos. Em razão das inovações financeiras e das transformações do ambiente econômico, esse padrão de banco estava tornando-se rapidamente obsoleto. Ao definir uma estratégia de regulação voltada exclusivamente ao risco de crédito, o Acordo de 1988 acabou incentivando ainda mais os bancos a mudarem o perfil de suas carteiras em direção aos mercados de títulos, uma vez que estes não eram alcançados pelas regras de Basileia I (Mendonça, 2002).

Dessa forma, ao passo que a nova estratégia de regulação prudencial baseada em requerimentos de capital regulatório, calculados a partir de ativos ponderados pelo risco, parecia mais adequada que o antigo foco em liquidez, rapidamente disseminou-se a percepção da existência de sérias limitações no Acordo de 1988 (Lima, 2005).

Em 1996, foi introduzida uma importante emenda em Basileia I na tentativa de enfrentar algumas dessas limitações. A necessidade de alocação de capital regulatório foi estendida para alcançar o risco de mercado, procurando, com isso, englobar o risco que as variações de preço dos títulos e valores mobiliários mantidos em carteira representavam para as instituições.

Além disso, outra grande mudança de estratégia de regulação prudencial foi trazida pela Emenda de 1996. O Comitê criou a possibilidade das próprias instituições bancárias calcularem os níveis de risco a que estavam expostas por meio de modelos internos, reservando

aos órgãos supervisores a responsabilidade de validar esses modelos. Essa mudança, de um lado, representava o aprofundamento da estratégia de basear a regulação bancária prudencial na adequação de capital regulatório e, de outro, aproximava a regulação das práticas de mercado, na medida em que se disseminava entre as instituições bancárias o uso de modelos internos para o cálculo de capital econômico. À época, estava se disseminando o uso de modelos internos baseados na metodologia VaR (*Value at Risk*). De acordo com essa metodologia estatística seria possível prever com certa exatidão (intervalos de confiança relativamente elevados) as perdas que a instituição poderia incorrer dentro de um determinado intervalo de tempo (um mês, por exemplo). Esse cálculo estatístico tinha por base o uso dos dados passados de forma a prever as perdas futuras. Com base nos modelos de capital econômico, a instituição poderia precificar de forma mais adequada seus produtos e serviços, decidindo inclusive qual a melhor estratégia de atuação.

Além de aproximar a regulação bancária prudencial em relação às práticas de mercado, a Emenda de 1996 de Basileia I também representou uma mudança de referencial em relação à concepção de banco representativo, abandonando o modelo de banco comercial tradicional e caminhando em direção ao conceito de banco universal (Mendonça, 2002).

Para Carvalho (2005a, 2005b), a mudança de estratégia em relação à permissão de uso de modelos internos decorreu muito mais do reconhecimento das limitações da capacidade dos reguladores de antecipar os movimentos dos bancos do que da confiança depositada nos mercados. Essa mudança estratégica revelou-se uma tendência irreversível que viria a se manifestar de forma mais intensa na formulação do segundo Acordo de Capitais de Basileia.

Canuto & Lima (1999) sustentam que a motivação para a adoção da nova estratégia representada pela emenda de 1996 foi a busca por ganhos de eficiência, na medida em que, de um lado, levaria a menores custos de supervisão e, de outro, proporcionaria ganhos aos bancos que investissem em metodologias mais sofisticadas de mensuração de risco, uma vez que essas novas técnicas tenderiam a gerar uma economia em termos de capital regulatório. Desta forma, em vez de buscar regular e supervisionar as mutantes posições de risco dos bancos, as autoridades ganhariam maior eficiência regulando e monitorando os procedimentos de

mensuração de risco e de adequação de capital adotados pelas instituições. Os supervisores passariam, assim, a afastar-se da mensuração direta de riscos (regulação substantiva), voltando-se para o estabelecimento de parâmetros de risco e para a validação dos procedimentos e controles internos das instituições (regulação procedimental).

2.4. Basileia II

As crises financeiras de 1997 (Ásia) e 1998 (Rússia) tornaram ainda mais claras as insuficiências do Acordo de 1988 (Basileia I), levando o Comitê de Basileia a propor uma ampla reformulação das regras e iniciando, assim, as tratativas para a elaboração de um novo acordo (Mendonça, 2002, Freitas & Prates, 2005). As crises nas economias emergentes e seus respectivos impactos sobre os mercados financeiros internacionais tornaram evidente que as políticas e procedimentos internos de gestão de risco de grande parte das instituições financeiras não se mostravam adequados em face da dinâmica dos fluxos financeiros.

Freitas & Prates (2003) sustentam, inclusive, que a proposta de revisão de Basileia I estava inserida em um contexto mais amplo de reestruturação da arquitetura financeira internacional, abalada desde a década de 1970 e trazida à ordem do dia pela eclosão das crises financeiras dos países periféricos. De acordo com as autoras, entre as principais deficiências do sistema financeiro internacional que levaram à percepção da necessidade de uma grande reformulação estariam: a falta de informações sobre países periféricos, informações necessárias ao eficiente funcionamento dos mercados; o comportamento negligente dos bancos e investidores estrangeiros em decorrência da percepção de que o FMI e os governos dos países centrais socorreriam os países endividados em caso de crises de liquidez e solvência; e as deficiências de infraestrutura institucional dos sistemas financeiros nacionais dos países em desenvolvimento.

Após vários anos de discussão e algumas versões preliminares, a versão final do segundo Acordo de Capitais de Basileia foi publicada em junho de 2004. Esse documento foi concebido de forma a se apoiar em três grandes pilares: requerimentos mínimos de capital (Pilar 1), processo de revisão pela supervisão (Pilar 2) e disciplina de mercado (Pilar 3).

Mendonça (2004) destaca que uma das ideias centrais de Basileia II foi a de criar uma regulação que olhasse para frente (*forward-looking*), procurando evitar um problema crônico enfrentado pelas autoridades reguladoras: o de implantar mecanismos de regulação que costumavam caminhar a reboque das práticas dos agentes de mercado.

Pilar 1 – Requerimentos Mínimos de Capital

O Pilar 1 é a base de Basileia II, sendo aquele que mais tem concentrado a atenção e os esforços, tanto do Comitê de Basileia, quanto da comunidade financeira internacional. Para se ter uma dimensão mais clara desse aspecto, basta observar a conformação do documento de Basileia II. Dos 826 parágrafos que compõem o texto integral do acordo, o primeiro pilar engloba 679, algo em torno de 82% do total.

O grande objetivo do primeiro pilar é estabelecer os requerimentos mínimos de capital que os bancos devem manter para fazer frente a três tipos de riscos: crédito, mercado e operacional.

O risco de crédito, elemento motivador da confecção do primeiro acordo de 1988 (Basileia I), continuou a ser o cerne das preocupações do Comitê, tanto assim que 488 parágrafos do texto de Basileia II são dedicados a ele, o que representa aproximadamente 70% dos parágrafos do documento referente ao Pilar 1.

Em relação a esse tipo de risco, Basileia II inova ao prever duas grandes opções metodológicas para o cálculo dos coeficientes de capital: (i) a abordagem padronizada e (ii) a abordagem baseada em modelos internos (IRB - *Internal Rating-Based Approach*). A abordagem IRB subdivide-se, por seu lado, em duas alternativas: a abordagem básica (*Foundation IRB* ou simplesmente F-IRB) e a abordagem avançada (*Advanced IRB* ou simplesmente A-IRB).

A abordagem padronizada é uma versão modificada da metodologia vigente em Basileia I. No acordo de 1988, o fator de ponderação de risco de uma determinada operação de crédito era obtido a partir do tipo de crédito em que a operação se enquadrava, sendo que os

valores dos fatores de ponderação eram predeterminados pelo Comitê de Basileia. No Acordo de 2004, os fatores de ponderação continuam a ser predefinidos pelo Comitê, só que agora há mais de um fator de ponderação para tipo de crédito (ou classe de ativos), sendo decido o fator específico a partir do *rating* fornecido por agências classificadoras de crédito (ver Quadro 2).

As classes de riscos foram definidas tendo como base a metodologia desenvolvida pela agência classificadora de risco de crédito Standard & Poor's. Já o *rating* específico dos tomadores de crédito é determinado pela nota atribuída por uma agência de classificação de risco, não necessariamente a mesma empresa que desenvolveu a metodologia. Nesse sentido, são admitidas quaisquer agências classificadoras de risco, desde que atendam aos critérios especificados por Basileia II: objetividade, independência, transparência, publicidade, disponibilidade de recursos e credibilidade.

Ao adotar uma maior granularidade nas classes de risco, Basileia II teve por meta desestimular as operações de arbitragem que ocorriam no âmbito do acordo anterior, enfrentando, assim, uma das principais críticas formuladas contra Basileia I.

Quadro 2 – Ponderações de Risco por Tipo de Crédito e Classe de Risco

Tipos de Crédito		Classes de Risco						
		AAA/AA-	A+/A-	BBB+/BBB-	BB+/B-	Abaixo de B-	Não classificado	
Soberano		0%	20%	50%	100%	150%	100%	
Bancos	Opção 1	20%	50%	100%	100%	150%	100%	
	Opção 2	Curto Prazo	20%	20%	20%	50%	150%	20%
		Outros	20%	50%	50%	100%	150%	50%
Corporate		20%	50%	100%	100% (*)	150% (**)	100%	
Varejo	Hipoteca Residencial						35%	
	Hipoteca Comercial						100%	
	Outros						75%	

(*) BBB+/BB- (**) Abaixo de BB-

Fonte: BCBS (2004).

Em relação à abordagem baseada em modelos internos (IRB), o Comitê de Basileia valeu-se mais uma vez das técnicas desenvolvidas pela comunidade financeira internacional, dando continuidade à estratégia que amparou a elaboração da Emenda de 1996, uma inovação em termos de regulação bancária prudencial, na medida em que aproximou as

regras de regulação das práticas de mercado. Desta forma, o Pilar 1 trouxe apenas as características mais gerais dos modelos internos de mensuração dos requerimentos de capital regulatório para risco de crédito, especificando, assim, os grandes parâmetros de cálculo dos modelos: probabilidade de inadimplência (PD - *Probability of Default*), perda dada a inadimplência (LGD - *Loss Given Default*), exposição no momento da inadimplência (EAD - *Exposure at Default*) e prazo (M - *Maturity*).

O que difere a abordagem F-IRB da abordagem A-IRB é a quantidade de parâmetros que fica a cargo da instituição bancária calcular. Enquanto que, na abordagem avançada, cabe à instituição estimar todos os parâmetros da fórmula, na abordagem básica, o banco deve calcular apenas o parâmetro PD, sendo os demais fixados pelo órgão de supervisão. É importante observar que a adoção das abordagens IRB fica na dependência da prévia autorização da autoridade supervisora.

Além disso, cabe mencionar que foi mantida a definição de capital para fins de regulação, bem como o requisito mínimo de 8% do capital para ativos ponderados pelo risco. Desta forma, o capital regulatório mínimo para fazer frente à exposição ao risco de crédito deverá equivaler ao menos a 8% dos ativos ponderados pelo risco.

Uma importante novidade trazida pelo Acordo foi a previsão de uso das técnicas de mitigação de risco, tais como colaterais e derivativos que proporcionam *hedge*.

Em relação ao risco de mercado, não houve novidades em comparação ao acordo anterior. Basileia II incorporou integralmente a emenda de 1996, mantendo as mesmas opções metodológicas: a abordagem padronizada e a abordagem baseada em modelos internos.

Já o risco operacional foi a grande novidade de Basileia II em termos de cálculo dos requerimentos de capital regulatório. Até então, só havia previsão de alocação de capital para os riscos de crédito (previsto desde o Acordo de 1988) e mercado (previsto a partir da Emenda de 1996). Basileia II não só passou a prever a alocação de capital regulatório para este tipo de risco, como o fez trazendo a possibilidade de utilizar-se três métodos de cálculo: (i) abordagem do indicador básico (BIA - *Basic Indicator Approach*); (ii) abordagem padronizada (TSA - *The*

Standardised Approach) e abordagem padronizada alternativa (ASA – *Alternative Standardised Approach*); e (iii) abordagem de mensuração avançada (AMA – *Advanced Measurement Approaches*).

Na abordagem do indicador básico (BIA), o capital regulatório para efeitos de risco operacional correspondente a um percentual fixo do resultado bruto anual positivo dos últimos três anos. Esse percentual foi definido pelo Comitê em 15%.

Na abordagem padronizada (TSA), as atividades do banco são divididas em oito linhas de negócio: finanças corporativas, tesouraria, varejo, banco comercial, pagamentos e liquidações, serviços de agente, administração de ativos e corretagem de varejo. Para cada linha de negócio é calculada uma parte do capital regulatório, aplicando-se um percentual fixo sobre o resultado bruto anual positivo dos últimos três anos (Quadro 3).

Quadro 3 – Abordagem Padronizada (TSA)

Linhas de Negócio	Percentual
Finanças Corporativas	18%
Tesouraria	18%
Varejo	12%
Banco comercial	15%
Pagamentos e liquidações	18%
Serviços de agente	15%
Administração de ativos	12%
Corretagem de varejo	12%

Fonte: BCBS (2004)

O que diferencia a abordagem padronizada (TSA) da abordagem padronizada alternativa (ASA), é que nesta última o banco deve utilizar como referência de cálculo o valor da carteira de empréstimos e adiantamentos em vez do resultado bruto da linha de negócio. No entanto, isso só se aplica às linhas de negócio varejo e banco comercial. A adoção da abordagem padronizada alternativa fica a critério do órgão de supervisão.

Nas abordagens de mensuração avançada (AMA), as instituições bancárias devem utilizar modelos internos para mensurar a exposição ao risco operacional, bem como o respectivo requerimento de capital regulatório, ficando a critério da autoridade supervisora a permissão de uso.

Pilar 2 – Processo de Revisão pela Supervisão

De acordo com o capítulo de Basileia II referente ao Pilar 2 (BCBS, 2004, pp. 204-225), o chamado *Processo de Revisão pela Supervisão* (SRP – *Supervisory Review Process*) está estruturado a partir de quatro princípios-chave: (i) os bancos devem possuir um processo de autoavaliação da adequação de seu capital em relação ao seu perfil de risco e uma estratégia para manter seus níveis de capital; (ii) as autoridades de supervisão devem revisar as estratégias e as avaliações internas de adequação de capital dos bancos, bem como a capacidade destes de monitorar e garantir a conformidade com os coeficientes de capital regulatório, cabendo às autoridades supervisoras tomar as ações apropriadas se não estiverem satisfeitas com o resultado desse processo; (iii) os supervisores devem esperar que os bancos operem acima dos coeficientes mínimos de capital regulatório e deverão ter a capacidade de exigir-lhes que mantenham o capital acima desse mínimo; (iv) os supervisores devem intervir com antecedência a fim de evitar que o capital caia abaixo dos níveis mínimos necessários para enfrentar as características de risco do banco e devem requerer rápidas ações corretivas se o capital não estiver no nível adequado ou não for restaurado a esse nível.

Segundo o Comitê Europeu de Supervisores Bancários (CEBS, 2006, pp. 4-7), o SRP é composto por dois grandes processos de avaliação da adequação de capital: (a) o primeiro é executado pela própria instituição bancária e, por isso, é denominado de ICAAP (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*); e (b) o segundo é de responsabilidade das autoridades de supervisão, sendo por isso chamado de SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process*). De acordo com esse Comitê, o objetivo do SRP é assegurar que os bancos tenham capital suficiente, considerando os objetivos estratégicos da instituição e os riscos materiais aos quais está exposta.

O ICAAP é a materialização do primeiro dos princípios-chave do SRP, isto é, do princípio que dispõe sobre o processo de autoavaliação da adequação de capital que os bancos devem executar periodicamente (BCBS, 2004, pp. 205-209). A partir desse processo de autoavaliação, as instituições bancárias devem definir uma estratégia para manter, em bases permanentes, o nível de capital que o ICAAP indicou como o mais adequado ao perfil de risco da instituição, às estratégias de negócios e ao ambiente operacional em que atua. Cabe destacar que o ICAAP não é um mero documento, mas um processo, que possui caráter abrangente e que deve ser executado periodicamente pela instituição. O relatório de ICAAP, por seu lado, é o documento produzido durante esse processo de autoavaliação. Esse documento será a base para o início do SREP.

O processo de autoavaliação deve prever, ainda, a realização de testes de estresse, bem como a avaliação dos respectivos impactos sobre o capital. Adicionalmente, a instituição deve avaliar a qualidade da *governança interna*²⁰ do banco.

A partir do ICAAP, cabe à instituição elaborar um plano de capital, do qual deve constar, por exemplo, as metas e projeções de capital, as principais fontes de capital da instituição e um plano de contingência de capital, especificando a estratégia de recomposição do capital caso ele se deteriore. Na elaboração desse plano, a instituição pode levar em consideração as projeções de ativos e passivos, as expectativas de receitas e despesas, as metas de crescimento, a política de distribuição de resultados e as condições do ambiente de negócios.

As metodologias utilizadas pelos bancos para o ICAAP variam segundo o porte, a complexidade e a estratégia de negócios da instituição bancária. Um dos princípios que regem a definição da metodologia mais adequada a cada banco é o da proporcionalidade. Nesse sentido, espera-se que os menores e menos complexos bancos venham a utilizar metodologias mais simples, baseadas essencialmente em governança interna e avaliações mais qualitativas de

²⁰ De acordo com o Comitê Europeu de Supervisores Bancários (CEBS, 2006, p. 39), ao contrário do termo “governança corporativa” que possui um escopo mais amplo e inclui questões referentes aos acionistas e outras partes interessadas da instituição, o termo “governança interna” diz respeito à responsabilidade do corpo gerencial em funções tais como: definição dos objetivos de negócio da instituição, seu apetite para risco, como o negócio da instituição está organizado, como as responsabilidades e poderes estão distribuídos, como estão definidas as linhas de prestação de informações e que informações estão sendo enviadas, como os controles internos estão organizados etc.

risco. Já em relação aos bancos maiores e mais complexos, a expectativa é que usem metodologias mais avançadas e sofisticadas, como os modelos de cálculo de *capital econômico*.

O Comitê recomenda, também, que o ICAAP deva definir níveis de capital interno compatíveis com as fases dos ciclos econômicos, além de prever, como já mencionado, a realização de testes de estresse, de forma a identificar possíveis situações de mercado que possam representar impactos indesejados sobre o capital e resultado do banco. Desta forma, os riscos trazidos pelos ciclos econômicos e que não sejam captados pelo primeiro pilar devem ser tratados no âmbito do Pilar 2 por meio do ICAAP, o que abre a possibilidade dos bancos adotarem medidas de adequação de capital de caráter anticíclico. No entanto, cabe destacar que o acordo não traz maiores detalhes sobre a forma de implantar essa possibilidade de ajustes anticíclicos, o que reduz sua eficácia.

De acordo com o Comitê Europeu de Supervisores Bancários (CEBS, 2006, pp. 4-7), o ICAAP deve englobar quatro elementos principais: (a) os riscos de Pilar 1 (crédito, mercado e operacional); (b) os riscos não plenamente capturados no Pilar 1 como, por exemplo, o risco residual decorrente de uma mitigação imperfeita do risco de crédito, risco de securitização decorrente da não transferência completa do risco de crédito etc.; (c) os riscos cobertos pelo Pilar 2 como, por exemplo, o risco de concentração de crédito, o risco de taxa de juros no *banking book*, risco de reputação, risco de estratégico, risco de liquidez etc.; (d) os fatores de risco externo à instituição, tais como impactos dos ciclos de negócio, teste de estresse relativo ao risco de taxa de juros no *banking book* etc.

Percebe-se, assim, que o Pilar 2 amplia o escopo de Basileia II no sentido de abarcar outros riscos que não apenas aqueles previstos no Pilar 1. No entanto, para vários desses outros riscos, como, por exemplo, para o risco de reputação, não há metodologia específica de mensuração. Logo, o que se conclui é que esse tipo de recomendação representa mais um exemplo da estratégia “*forward-looking*” que norteia o acordo. O Comitê almeja com ela que os bancos continuem desenvolvendo as técnicas de gestão e mensuração de riscos, incorporando-as, assim que possível, ao arcabouço de Basileia II por meio do Pilar 2.

O SREP, por seu lado, corresponde ao segundo princípio-chave do SRP (BCBS, 2004, pp. 209-211). Esse princípio dispõe sobre o papel atribuído às autoridades de supervisão de revisar e avaliar o ICAAP executado pelos bancos. Com base no SREP, o órgão de supervisão bancária deve avaliar a capacidade dos próprios bancos de monitorar e garantir o cumprimento dos coeficientes de capital regulatório previstos na regulamentação, além de tomar as medidas que julgar apropriadas se não estiver satisfeito com o resultado do processo de revisão. Entre essas medidas, a autoridade supervisora pode determinar um adicional de capital (*add-on*). Desta forma, cabe à autoridade supervisora verificar se o ICAAP incorpora o adequado tratamento a todos os riscos materiais inerentes a estratégia do banco de atuação e se o nível e a composição do respectivo capital interno estão adequados ao seu perfil de risco.

Cabe destacar que o Pilar 2 aborda um dos pontos mais negligenciados no Acordo de 2004. De acordo com o documento do Acordo, Basileia II não se destina unicamente a garantir que o banco tenha capital regulatório suficiente para cobrir as eventuais perdas decorrentes dos riscos incorridos na atividade bancária. O texto revela que o Comitê deseja que os bancos, acima de tudo, implantem técnicas mais adequadas de gestão de risco e controles internos mais eficientes. Isso significa que, uma vez tendo identificado e avaliado os riscos enfrentados, cabe ao banco atuar de forma a mitigá-los, adequando os respectivos níveis de risco àquilo que é desejável incorrer em função do perfil de operações e da estratégia de negócios. Nesse sentido, não caberia à instituição meramente alocar um capital adicional em razão da constatação de incorrer, por exemplo, em um maior nível de risco operacional em função de deficiências de segurança em seus sistemas informatizados. O que o Comitê espera fundamentalmente é que o banco corrija seus processos e controles internos, trazendo com isso os respectivos níveis de risco para limites aceitáveis. O pressuposto que permeia o documento é que fortalecer os processos e controles internos da instituição torna o banco muito mais sólido do que simplesmente aumentar o capital regulatório.

Nesse sentido, o texto do Acordo de 2004 (BCBS, 2004, p. 204) dispõe que:

723. The Committee recognises the relationship that exists between the amount of capital held by the bank against its risks and the strength and effectiveness of the bank's risk management and internal control processes. However, **increased capital should not**

be viewed as the only option for addressing increased risks confronting the bank. Other means for addressing risk, such as strengthening risk management, applying internal limits, strengthening the level of provisions and reserves, and improving internal controls, must also be considered. Furthermore, **capital should not be regarded as a substitute for addressing fundamentally inadequate control or risk management processes.** (Grifo nosso).

O Pilar 2 recomenda, assim, que o aumento do capital não deve servir como desculpa para o banco não corrigir seus processos internos e seus sistemas de gestão de risco. No entanto, não sendo possível uma imediata correção dos controles falhos, o Comitê admite um aumento temporário do capital regulatório. Nesse sentido, o Comitê de Basileia afirma (BCBS, 2004, p. 212):

760. The permanent solution to banks' difficulties is not always increased capital. However, some of the required measures (such as improving systems and controls) may take a period of time to implement. Therefore, increased capital might be used as an interim measure while permanent measures to improve the bank's position are being put in place. Once these permanent measures have been put in place and have been seen by supervisors to be effective, the interim increase in capital requirements can be removed.

Como já assinalado, além dos dois primeiros princípios-chave, o SRP é composto por outros dois princípios. De acordo com o terceiro princípio-chave do SRP (BCBS, 2004, p. 211), os bancos devem manter um nível de capital regulatório que fique acima do mínimo previsto na regulamentação, cabendo ao órgão de supervisão assegurar esse capital excedente.

No entanto, o documento não traz um critério objetivo para se determinar a magnitude desejável desse excedente de capital. O que o documento faz é listar cinco razões para a manutenção do capital regulatório acima do mínimo: (a) obter uma melhor classificação pelas agências classificadoras de risco, tendo em vista razões de competitividade em face de seus concorrentes; (b) precaver-se de flutuações do nível de capital decorrentes da volatilidade das operações cotidianas e de mudanças na exposição a riscos; (c) evitar o custo elevado de obter-se capital adicional de uma forma não planejada; (d) constituir margem de segurança para fazer frente a uma inesperada insuficiência de capital regulatório, evitando com isso a ação do órgão

supervisor sobre a instituição; (e) fazer frente aos riscos não previstos no Pilar 1. O documento prevê, ainda, que a responsabilidade pela manutenção desse nível adicional de capital é tanto do órgão de supervisão quanto da alta administração do banco. Portanto, a esses últimos cabe a responsabilidade de demonstrar ao órgão supervisor a adequação da magnitude desse excedente de capital.

De acordo com o quarto princípio-chave do SRP (BCBS, 2004, p. 212), o órgão supervisor deve intervir de forma tempestiva, antes que o capital caia abaixo do nível mínimo, adotando as medidas cabíveis assim que seja possível identificar sinais de que o nível de capital regulatório apresenta-se em patamar inadequado face aos riscos incorridos pela instituição. Entre as medidas de intervenção previstas, o documento lista a intensificação da supervisão, a restrição de pagamento de dividendos, a exigência de um plano satisfatório para restabelecer a suficiência de capital e a exigência de imediata capitalização.

Um dos pontos de grande destaque no Pilar 2 é o diálogo que o órgão supervisor deve estabelecer com a instituição bancária quanto aos resultados da interação entre o SREP e o ICAAP. O texto de Basileia II prevê que uma supervisão eficaz de grandes bancos pressupõe necessariamente um diálogo contínuo e estreito entre essas instituições e as autoridades supervisoras (BCBS, 2004, p. 219). Para as instituições menores, aplica-se o princípio da proporcionalidade. Destacando a importância desse diálogo entre bancos e supervisores, o Comitê Europeu de Supervisores Bancários (CEBS, 2006, p. 34) afirma:

a. A key element of the SREP is the dialogue between supervisors and institutions. It will inform the supervisor about the way the institution's ICAAP is structured, the assumptions which are used to determine underlying risks across different sectors and risk types, risk sensitivity and confidence levels, and how risks are aggregated. b. The supervisory assessment should be based on a review of the institution's ICAAP. The SREP is not intended to perform a parallel recalculation (although some form of independent calculation may be necessary in cases where an institution's ICAAP is so flawed that the supervisor decides it cannot be relied upon to form the basis for the dialogue). c. It would be inappropriate for the supervisor to enter into the ICAAP-SREP dialogue with preconceived ideas as to whether the capital held by the institution adequately covers all material risks. It is up to the institution to justify its process for

identifying and measuring its risks and then justify how much capital, if any, it allocates against them, taking into account other qualitative mitigants of risk.

Por fim, vale notar que, da forma como foi estruturado, o Pilar 2 prevê não apenas um, mas três níveis de “revisão” da adequação de capital da instituição bancária. Inicialmente, cabe à própria área de gestão de risco realizar avaliações periódicas, incluindo testes de estresse, de forma a validar a adequação do capital interno em face do perfil de risco da instituição (primeiro nível de “revisão”). Em seguida, atribui-se à alta administração do banco e ao seu conselho de administração a responsabilidade por garantir que o cálculo do capital seja adequado (segundo nível de “revisão”). Essa diretriz implica uma segregação de funções, na medida em que a alta administração do banco e o conselho de administração devem valer-se dos serviços de corpo funcional distinto para averiguar a adequação do processo de gestão e mensuração de capital. Para atingir esse objetivo, eles podem valer-se tanto dos serviços da auditoria interna, quanto da auditoria externa. Por fim, cabe ao órgão de supervisão a responsabilidade pela revisão do processo de adequação de capital do banco (terceiro nível de “revisão”), incluindo as responsabilidades da alta administração da instituição no processo, o que, como já visto, ocorre por meio do SREP.

Pilar 3 – Disciplina de Mercado

O cerne do terceiro pilar é o estabelecimento de um quarto nível de “revisão” da adequação de capital das instituições bancárias: a disciplina de mercado. Por meio de estímulos à transparência (*disclosure*) de dados contábeis e financeiros, espera-se que os participantes do mercado (acionistas, clientes, contrapartes, agências de *rating* etc.) tenham acesso a informações suficientes para viabilizar uma avaliação da gestão de riscos dos bancos e da respectiva adequação de capital. Busca-se, assim, possibilitar uma maior comparabilidade das informações, além de fomentar o desenvolvimento de um sistema de “revisão” em que o próprio mercado avalie e puna as instituições que apresentem uma gestão de riscos e capital inadequada, por meio, por exemplo, da queda dos preços das ações negociadas em bolsa ou do aumento das taxas de juros pagas pela instituição no interbancário.

O que fundamenta a concepção desse pilar é a crença na capacidade de autorregulação e autodisciplina do mercado. Tal crença é um dos elementos-chave do arcabouço teórico a partir do qual o Acordo de 2004 foi elaborado. Dada a importância atribuída a esse mecanismo, a disciplina de mercado é tratada em um pilar exclusivo.

De acordo com o documento de Basileia II, a condição para que o mercado possa exercer esse tipo de “revisão” é que as informações necessárias à avaliação sejam tornadas públicas. Preocupado com a exequibilidade dessa tarefa, o Comitê de Basileia estabelece de forma bastante objetiva quais informações devem ser publicadas pelos bancos e com que periodicidade (BCBS, 2004, pp. 226-242). Ao longo do documento, são apresentadas 14 tabelas com elementos quantitativos e qualitativos que devem ser tornados públicos para que o mercado possa exercer sua disciplina.

Além disso, o documento recomenda aos órgãos de supervisão a punição das instituições que não cumpram as regras de publicidade e transparência, seja do ponto de vista da qualidade, seja da perspectiva da tempestividade das informações prestadas. Entre os tipos de punição citados estão: a multa, a persuasão moral via diálogo com a alta administração, o condicionamento da permissão para a adoção dos modelos mais avançados de avaliação de riscos e, excepcionalmente, a aplicação de um adicional de capital (BCBS, 2004, p. 226). Em relação a este último aspecto, de forma semelhante às disposições do segundo pilar, o Comitê destaca que a exigência de capital adicional não deve ser vista como uma desculpa para a instituição não corrigir suas políticas e procedimentos de divulgação de informações.

2.5.A crise financeira internacional de 2007-2008

A crise financeira iniciada com o estouro da bolha no mercado *subprime* de hipotecas residenciais nos EUA provavelmente será vista em retrospecto como a crise mais intensa desde a Segunda Guerra Mundial (Greenspan, 2008). Apesar da bolha de preços de ativos que precedeu essa crise ter atingido seu pico no começo de 2006, dando sequência, a partir de então, a um movimento de aumento acentuado da inadimplência, convencionou-se datar o início da crise em 9 de agosto de 2007, momento em que o banco BNP Paribas revelou grandes

prejuízos em suas transações com títulos de crédito vinculados ao mercado norte-americano de hipotecas do segmento *subprime*, evento este que levou à primeira grande onda de pânico nos mercados financeiros internacionais. No entanto, a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008, ganhou tamanha significância no desenrolar da crise que, a exemplo de outros autores, neste trabalho optou-se por referir-se a ela como a crise financeira internacional de 2007-2008.

Entre 1997 e 2006, houve uma forte valorização dos imóveis residenciais norte-americanos, representando um aumento real da ordem de 85% no período e chegando a 15% só em 2005 (Torres, 2008). Esse movimento de preços representou o maior *boom* imobiliário nos EUA em mais de 50 anos. É interessante notar que a aceleração desse processo coincide com o estouro da bolha de ações das empresas de tecnologia no começo da década. A expansão do mercado imobiliário norte-americano foi alimentada pela política de juros baixos adotada pelo FED, como resposta à quebra da Nasdaq, ocorrida em março de 2000, política essa que qual objetivava evitar o aprofundamento da recessão trazida pela crise, bem como facilitar o processo de recuperação. A restauração do crescimento econômico foi rápida, fato este que acabou sendo usado por vários analistas para exaltar a emergência de uma nova era da política econômica, a chamada “grande moderação”.

A característica mais importante do forte crescimento observado no mercado habitacional dos EUA é que essa expansão foi puxada pelo aumento do crédito imobiliário, o qual passou a representar mais de dois terços dos negócios, sendo a garantia hipotecária o instrumento financeiro típico por excelência. Esse mercado movimentou uma média anual de US\$ 3 trilhões entre 2001 e 2006 (Torres, 2008). Um dos elementos centrais do mercado tradicional de hipotecas nos EUA tem sido a atuação das empresas Fannie Mae e Freddie Mac como securitizadoras de hipotecas e provedoras de liquidez ao mercado. Como já mencionado no primeiro capítulo, apesar de serem empresas privadas com ações negociadas em bolsa, a Fannie Mae e a Freddie Mac sempre gozaram de uma garantia implícita do governo norte-americano em função de sua importância para o mercado hipotecário (Cintra & Farhi, 2008). Atuando como “*market makers*”, essas empresas foram peças importantes para o desenvolvimento do mercado de crédito imobiliário norte-americano. Em função de sua atuação, ao longo dos anos

desenvolveu-se a percepção de que o risco dos títulos que circulavam no mercado de hipotecas era muito baixo, sendo, por isso, chamado de “mercado *prime*”.

No entanto, após anos de forte crescimento desse segmento, as oportunidades de incorporar novos clientes que atendessem aos requisitos de crédito para acesso ao segmento *prime* não cresciam na proporção desejada pelas instituições financeiras. A busca incessante por novas oportunidades de lucros em um cenário de juros baixos levou as instituições privadas a introduzirem inovações financeiras que foram decisivas para a dinâmica de fragilização financeira que se seguiu.

Uma das novas práticas introduzidas no mercado foi a adoção de um valor cada vez menor para o pagamento inicial (a título de entrada) na compra do imóvel. Essa mudança permitiu incorporar ao mercado um grande contingente de pessoas que não dispunham de uma poupança prévia para arcar com esse primeiro pagamento. No entanto, o principal vetor de expansão foi o desenvolvimento, até então relativamente restrito, de dois segmentos do mercado de hipotecas que funcionavam paralelamente ao segmento *prime*: o segmento chamado de “Alt-A” e o segmento chamado de “*subprime*”. Ambos destinavam-se a clientes que não estavam habilitados a atender as condições exigidas para ter acesso às linhas de crédito do mercado *prime* (Cintra & Farhi, 2008).

O segmento Alt-A era direcionado a clientes que não dispunham de toda a documentação exigida no segmento *prime* ou que tinham classificação de crédito insuficiente. Já o segmento *subprime*, o mais arriscado de todos, era composto por indivíduos de elevado risco de crédito em razão de apresentarem, entre outras características, renda incompatível com as prestações, passado recente de inadimplemento ou falta de documentação adequada.

Justamente por não atenderem aos requisitos do mercado *prime*, esses novos segmentos de mercado não gozavam da garantia tácita do governo norte-americano. Em razão disso, esses segmentos foram desenvolvidos basicamente pelas instituições privadas valendo-se, de um lado, da capacidade de não imobilizar capital proporcionada pelo processo de securitização e, de outro, de uma forte demanda mundial por ativos financeiros denominados em dólar. Em especial, a demanda por títulos com risco equivalente a grau de investimento era muito grande

por parte dos investidores institucionais (seguradoras, fundos de pensão, fundos soberanos etc.), uma vez que esses investidores tinham que respeitar regras próprias que restringiam a aplicação em títulos mais arriscados. Já outra classe de investidores institucionais, os fundos *hedge*, por possuírem uma natureza mais agressiva ao risco, podiam absorver os títulos com classificação inferior a grau de investimento.

A participação dos créditos *subprime* cresceu rapidamente nos cinco anos anteriores ao estouro da bolha. O peso desse segmento no total de novas hipotecas passou de 8,6%, em 2001, para 20,1%, em 2006 (Torres, 2008). Aos poucos, operações cada vez mais arriscadas foram sendo introduzidas. Uma das que se tornaram mais conhecidas com a crise era chamada de “ninja”, uma vez que se destinava a clientes que não tinham que comprovar renda, trabalho ou patrimônio (*no income, no job, no asset*).

Outra inovação financeira que tornou os créditos mais arriscados foi o estabelecimento de dois esquemas diferenciados de cobrança de juros. Tendo em vista que as operações eram realizadas com prazos longos, normalmente 30 anos, as instituições passaram a oferecer um tipo de crédito que previa o pagamento de juros a taxas baixas e fixas durante um período inicial curto, de dois ou três anos. Após esse período inicial, seguia-se outro, de 27 ou 28 anos, em que as prestações e os juros eram mais elevados e reajustados periodicamente com base em taxas de mercado. Esses produtos eram chamados empréstimos do tipo “2 por 28” ou “3 por 27”. Muitas vezes, os mutuários já sabiam que não teriam condições financeiras de arcar com as novas prestações depois de terminado o período inicial de juros baixos. No entanto, como o mercado estava crescendo, puxando para cima o preço dos imóveis, os devedores e as instituições pactuavam a rolagem da dívida, proporcionando um novo período inicial de 2 ou 3 anos de juros baixos à custa de uma dívida maior e de novos pagamentos de tarifas e comissões. Como já discutido no capítulo anterior, do ponto de vista da HIF de Minsky, essa postura financeira era um exemplo claro de postura do tipo Ponzi.

A rolagem de dívidas hipotecárias foi uma prática que não se restringiu ao segmento *subprime*. Em um cenário de preços de imóveis em alta, era comum os mutuários

depararem-se com ganhos de capital em potencial²¹ cada vez maiores. Esse ganho em potencial não passou despercebido pelas instituições financeiras desejosas de expandir seus negócios. Elas passaram a oferecer aos devedores a opção de repactuar a hipoteca por um valor mais alto, condizente com a valorização do imóvel, devolvendo a diferença em dinheiro para os mutuários, o que muitas vezes alcançava a casa de dezenas de milhares de dólares. Muitos dos recursos gerados nesse processo foram canalizados ao consumo.

Como já mencionado, o crescimento do mercado *subprime* foi financiado pela venda de títulos lastreados pelas próprias hipotecas. Com o passar do tempo, o percentual de hipotecas securitizadas aumentou significativamente, passando de 50,4% em 2001 para 80,5% em 2006 (Torres, 2008).

Em geral, o processo de securitização das hipotecas dava-se da seguinte forma: a instituição que originava os créditos imobiliários transferia um conjunto de hipotecas para um fundo, o qual era dividido em cotas (*tranches*) de classes diferentes: “AAA”, “AA”, “A”, “BBB”, “BB”, “B”, “*Equity*”. Cada *tranche* tinha uma taxa de retorno relacionada a um perfil de risco e as *tranches* menos arriscadas pagavam juros proporcionalmente menores. O tamanho de cada *tranche* e a relação entre risco e retorno eram definidos tomando por base modelos estatísticos aprovados pelas principais empresas de classificação de risco do mundo, como a *Standard and Poor’s* e a *Moody’s*, por exemplo. O fluxo de recursos oriundos do pagamento das prestações dos financiamentos hipotecários era destinado a atender as *tranches* de acordo com o método da “cascata d’água”: primeiramente eram atendidas integralmente as classes superiores de menor risco para só então começar a atender as classes inferiores de maior risco. A última classe de risco (“*Equity*”) era chamada de “capital” ou “lixo tóxico”, uma vez que arcava com um risco significativo do fluxo de caixa não ser suficiente para honrar o pagamento de juros desta *tranche* (Cintra & Farhi, 2008).

Usando uma metodologia estatística certificada pelas maiores agências de classificação de riscos, tornava-se fácil vender no mercado as *tranches* com avaliação de risco equivalente a grau de investimento (“AAA”, “AA”, “A”). Já as *tranches* de maior risco eram

²¹ O ganho de capital em potencial é igual ao valor de mercado do imóvel menos o valor da dívida.

submetidas a um novo processo de securitização. Formava-se um novo fundo e dividia-se em novas *tranches* (“AAA”, “AA”, “A”, “BBB”, “BB”, “B”, “*Equity*”), usando para isso não só os modelos estatísticos já mencionados, como também derivativos e outras garantias fornecidas por seguradoras especializadas nessa atividade (*monolines*). Uma vez reprocessados, gerava-se um novo conjunto de títulos com grau de investimento, que podiam ser novamente desovados facilmente no mercado. Por fim, as *tranches* que sobravam desse processo, especialmente as chamadas de “lixo tóxico”, eram destinadas a um caminho diferente. A parte que não era absorvida pelos fundos *hedge*, era repassada para um tipo especial de empresa criada pela instituição securitizadora, genericamente chamada de SIV (*Structured Investment Vehicle*).

Apesar de serem patrocinadas pelas instituições financeiras originadoras das hipotecas, as SIV eram juridicamente independentes e não tinham seus balanços consolidados com os dos grupos dos quais tinham origem (Cintra & Farhi, 2008). A SIV adquiria as *tranches* mais arriscadas, utilizando recursos obtidos por meio da emissão, no mercado financeiro, de títulos de curto prazo (geralmente *commercial papers*). Muitas vezes, para melhorar a percepção de risco e facilitar a colocação desses títulos, o banco patrocinador da SIV concedia formalmente a esta empresa linhas de crédito para serem usadas em situações circunstanciais de dificuldade de liquidez.

O estopim da crise foi a desaceleração do mercado de imóveis ocorrida a partir de meados de 2006. Em um período de 12 meses, as vendas diminuíram cerca de 30%. No segmento de imóveis novos a queda chegou a 50% (Torres, 2008). A queda nas vendas levou à queda do preço dos imóveis em geral, gerando um problema para os indivíduos que precisavam refinarçar suas hipotecas, de forma a manterem-se adimplentes, situação que era especialmente comum no segmento *subprime*. O aumento da inadimplência e da desocupação dos imóveis alimentou ainda mais esse processo, dando início a uma espiral baixista de preços. O atraso nas prestações começou a afetar inclusive as *tranches* de risco intermediário e não apenas as *tranches* mais arriscadas.

Diante das perspectivas negativas no mercado imobiliário, muitos investidores desse mercado começaram a resgatar suas aplicações e a parar de comprar os *commercial papers*

das SIV, obrigando-as a acionar as linhas de crédito mantidas junto aos bancos patrocinadores. Nesse momento, o que era um problema localizado em um segmento específico do mercado de hipotecas, acabou por transformar-se em um problema de crédito para os grandes bancos, na medida em que passavam a se ver cada vez mais expostos ao risco de crédito representado pelos ativos das SIV. Diante da crescente restrição de liquidez, os bancos viram-se obrigados a encampar diversas SIV, sob pena de arcarem com um risco de reputação muito elevado. Ao encampar as SIV, os bancos trouxeram para seus balanços os respectivos ativos e passivos. Dessa forma, os prejuízos que começaram a disseminar-se pelas *tranches* mais arriscadas do mercado *subprime* acabaram desembocando nos balanços das instituições bancárias, retroalimentando o aumento das incertezas e a reavaliação das expectativas. Adicionalmente, alguns fundos *hedge* administrados por grandes bancos suspenderam o resgate das cotas, desencadeando no mercado um comportamento de manada. Por seu lado, as agências de *rating* começaram a rever de forma abrupta a classificação de risco atribuída aos títulos securitizados, alimentando o círculo vicioso. A reclassificação de muitos títulos para notas inferiores ao grau de investimento fez com que muitos investidores institucionais se vissem obrigados a vender os papéis em função das regras de suas políticas internas de investimento, aumentando a pressão baixista sobre o preço dos ativos financeiros. Com a disseminação do sentimento de insegurança, as taxas do interbancário dispararam, aumentando o custo de captação das instituições, bem como restringindo o acesso ao crédito.

Uma crise de crédito, que se iniciou em um ponto isolado do sistema financeiro norte-americano, acabou por transformar-se em uma crise de liquidez que chegou a quase paralisar os mercados financeiros mundiais. Uma significativa parte das maiores instituições financeiras internacionais, a maioria delas aclamada por dispor dos mais sofisticados modelos de precificação de ativos e de riscos, chegaram a uma situação de insolvência, mesmo considerando que a dinâmica do mercado de hipotecas norte-americano era objeto de preocupações e alertas há vários anos.

Os governos de vários países viram-se obrigados a abandonar as preocupações tradicionais com o livre mercado e iniciaram um movimento maciço de resgate financeiro de instituições privadas. As consequências desastrosas da quebra do banco de investimentos Lehman

Brothers foram mais um sinal para a intervenção estatal. O Estado atuou intensivamente no socorro das grandes instituições financeiras insolventes, ora patrocinando a consolidação do setor, ora transformando os empréstimos dados a essas instituições em participação acionária, ora fornecendo garantias quase que ilimitadas aos depositantes bancários com base em recursos públicos.

Com o agravamento progressivo da situação, os bancos centrais entraram em ação, fornecendo liquidez a taxas baixas, inclusive para as instituições mais problemáticas. Com o desenrolar da crise, as autoridades monetárias no mundo todo foram chamadas a desempenhar o papel de prestador de última instância como há muito não se via. Os volumes de liquidez injetados e as reduções das taxas de juros chegaram a patamares nunca antes vistos. A tradicional preocupação com o combate à inflação foi absolutamente relegada a um segundo plano. Era o “*Big Bank*” minskyano entrando em ação em sua forma mais pura, conforme abordado no primeiro capítulo.

No âmbito fiscal, a ação do “*Big Government*” também foi igualmente marcante. O agravamento da crise ameaçou jogar a economia mundial em uma depressão nos moldes do que havia ocorrido na década de 1930. Deixando de lado as preocupações da teoria econômica convencional com o tamanho do déficit público, bem como com o tamanho do estoque de dívida, os governos implantaram pacotes de estímulo que alcançaram valores inéditos, contendo, pelo menos em um primeiro momento, a depressão.

Olhando-se retrospectivamente para a crise, percebe-se que a HIF (Hipótese de Instabilidade Financeira) de Minsky, apesar dos elementos histórico-institucionais que a vinculam a um período específico do desenvolvimento das economias capitalistas mais desenvolvidas, revela-se muito útil para compreender as principais forças atuantes nesse processo. De um lado fica claro que ao longo do período de expansão que precedeu a crise, os agentes econômicos foram assumindo posturas financeiras cada vez arriscadas, sendo a tipologia criada por Minsky muito útil para caracterizar esse processo. A partir de um ponto em que a presença de unidades especulativas e Ponzi já haviam aumentado significativamente o grau de fragilização financeira da economia, bastou que o mercado de imóveis deixasse de crescer no

ritmo anteriormente verificado para que a crise se instaurasse. Se esse mesmo evento ocorresse em um momento em que o grau de fragilidade financeira da economia não estivesse tão elevado, as consequências poderiam ter sido bem diferentes.

A análise de Minsky em relação à atuação institucional do *Big Bank* e do *Big Government* também é muito rica para se compreender a crise das hipotecas *subprime*. Ao longo do tempo, essas duas grandes instituições impediram que as crises anteriores se transformassem em deflações de ativos e depressão econômica, como foi o caso da última grande crise anterior a de 2007-2008: a crise da Nasdaq do começo da década de 2000. Mas ao fazer isso, impediu também que a depressão não só depurasse naturalmente o sistema das unidades com posturas financeiras mais agressivas, como acabou por estimular esse tipo de postura ao reafirmar a percepção de que o Estado sempre atuaria para evitar o pior.

Crise após crise (Nasdaq em 2000, Ásia em 1997, Rússia em 1998, México em 1994, crise imobiliária norte-americana no final dos 1980, crise da dívida externa do terceiro mundo no início dos 1980 etc.) a atuação estatal permitiu a sobrevivência de grande parte das unidades com posturas mais frágeis. A magnitude da crise das hipotecas *subprime* reflete o efeito cumulativo desse processo. Em termos financeiros, a crise de 2007-2008 foi sem dúvida a maior desde a crise de 1930, com profundos impactos no lado real da economia. No entanto, mais uma vez, ao que tudo indica, a atuação do Estado impediu que essa crise financeira se transformasse em uma depressão nos moldes do ocorrido àquela época.

2.6. Basileia III

A crise financeira internacional de 2007-2008 trouxe sérias dúvidas (para alguns só as reforçou) sobre a capacidade do novo padrão mundial de regulação bancária prudencial – Basileia II – de garantir a estabilidade e solvência dos sistemas bancários.

Inicialmente, alguns procuraram amenizar as críticas a Basileia II, alegando que suas regras não estavam plenamente implantadas na maioria dos países quando a crise internacional de 2007-2008 eclodiu. No entanto, com o desenrolar da crise, tornou-se cada vez

mais difícil negar que justamente as maiores e mais sofisticadas instituições bancárias (destacadamente, os grandes bancos americanos e europeus), que eram aquelas tidas como as principais referências em termos de desenvolvimento de modelos internos de cálculo de risco e alocação de capital econômico e regulatório, foram tão ou mais afetadas que as instituições menores e menos sofisticadas, a ponto de muitas delas tornarem-se virtualmente insolventes. Como já mencionado, se não fosse pela atuação ampla e conjunta dos governos de vários países desenvolvidos, a crise financeira internacional teria levado não só algumas, mas muitas dessas grandes e sofisticadas instituições à insolvência de fato, gerando desastrosas consequências para a economia mundial. A atuação coordenada dos países avançados, tanto como emprestadores de última instância (*Big Bank*) como garantidores de um patamar mínimo para a demanda agregada (*Big Government*), evitou a instalação de uma crise de magnitude comparável à depressão dos anos de 1930.

Após a fase mais intensa de críticas a Basileia II, ocorrida durante o desenrolar dos acontecimentos mais agudos da crise de 2007-2008, a comunidade financeira internacional procurou dar uma resposta à crescente desconfiança no novo paradigma de regulação bancária prudencial. Depois de dois anos de discussões, a resposta veio em dezembro de 2010 sob a forma de um conjunto de reformas negociado no âmbito do Comitê de Basileia (BCBS, 2010a, 2010b). Diferentemente de outras alterações introduzidas no texto de Basileia II, a necessidade de acalmar a opinião pública fez com que o Comitê de Basileia desse às reformas de 2010 o tratamento equivalente ao de um novo acordo de capitais, sendo, desta forma, chamadas de Basileia III.

No entanto, apesar da percepção disseminada pela crise de que Basileia II sofria de sérias deficiências estruturais, o Acordo de 2010 foi concebido, em essência, apenas como um reforço e um complemento às linhas gerais do segundo acordo. Tanto assim que, em sua maioria, as regras de Basileia III não substituem, mas apenas se somam às regras de Basileia II. O segundo Acordo de Capitais de Basileia continua a ser aplicável, só que agora complementado, em grande medida, pelas novas regras de Basileia III. Nesse sentido, o Comitê afirma (BCBS, 2010a, p. 2):

The Basel Committee is raising the resilience of the banking sector by strengthening the regulatory capital framework, building on the three pillars of the Basel II framework. The reforms raise both the quality and quantity of the regulatory capital base and enhance the risk coverage of the capital framework.

Tratar as reformas de dezembro de 2010 como um novo acordo de capitais permitiu arrefecer o sentimento generalizado de desconfiança e incertezas com Basileia II. Essa estratégia serviu, ainda, para ajudar a dissipar a ânsia por reformas mais profundas nas estruturas de funcionamento dos sistemas financeiros nacionais e internacionais. Além da aparente profundidade da reforma, a sua tempestividade (*timing*) era crucial. Nesse sentido, Griffith-Jones & Ocampo (2009, p. 28) já alertavam que o apetite político para as reformas regulatórias demandadas pela opinião pública tenderia a diminuir rapidamente com o passar do tempo e com o arrefecimento da crise.

Basileia III foi divulgado em dezembro de 2010 por meio de dois documentos:

(i) “*Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*” (BCBS, 2010a); (ii) “*Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*” (BCBS, 2010b).

No primeiro desses textos, o Comitê de Basileia apresenta, inicialmente, um diagnóstico da crise, fruto do debate internacional ocorrido nos dois anos anteriores. Nesse sentido, o Comitê reconhece, como principais causas da crise financeira internacional de 2007-2008: (i) o excessivo grau de alavancagem das instituições bancárias, considerando as exposições *dentro* e *fora-de-balanço*; (ii) a erosão do nível e da qualidade da base de capital; (iii) a insuficiência do tratamento ao risco de liquidez; (iv) a necessidade de reabsorção das exposições *fora-de-balanço* oriundas do *shadow banking system*; (v) a *pró-ciclicidade* do sistema bancário; (vi) a intensa interconexão das instituições sistemicamente importantes; (vii) a importância das dimensões de “solvência” e “liquidez” para a solidez do sistema bancário. Nesse sentido, o Comitê de Basileia (BCBS, 2010a, p. 1) afirma:

One of the main reasons the economic and financial crisis, which began in 2007, became so severe was that the banking sectors of many countries had built up excessive on and off-balance sheet leverage. This was accompanied by a gradual erosion of the level and

quality of the capital base. At the same time, many banks were holding insufficient liquidity buffers. The banking system therefore was not able to absorb the resulting systemic trading and credit losses nor could it cope with the reintermediation of large off-balance sheet exposures that had built up in the shadow banking system. The crisis was further amplified by a procyclical deleveraging process and by the interconnectedness of systemic institutions through an array of complex transactions. During the most severe episode of the crisis, the market lost confidence in the solvency and liquidity of many banking institutions. The weaknesses in the banking sector were rapidly transmitted to the rest of the financial system and the real economy, resulting in a massive contraction of liquidity and credit availability. Ultimately the public sector had to step in with unprecedented injections of liquidity, capital support and guarantees, exposing taxpayers to large losses.

As medidas trazidas por Basileia III são apresentadas pelo Comitê a partir de uma interessante novidade em termos de estratégia regulatória, a distinção entre medidas de natureza *microprudencial*, de um lado, e medidas de natureza *macroprudencial*, de outro.

As medidas *microprudenciais* têm como foco o banco individual. Por meio de medidas regulatórias dessa natureza, procura-se garantir a solvência de cada banco individualmente e, por consequência, a solidez do sistema bancário como um todo. Esse tipo de medida constitui a essência da estratégia regulatória inerente aos acordos anteriores: Basileia I e Basileia II. De acordo com Clement (2010), o objetivo de uma abordagem regulatória microprudencial seria definido de forma mais adequada em termos de proteção do depositante e do investidor.

Já as medidas *macroprudenciais* são a grande novidade de Basileia III. Elas procuram trazer uma visão sistêmica para a regulação bancária prudencial. Ao inseri-las no texto do Acordo de 2010, o Comitê admite que a dinâmica de funcionamento do sistema bancário faz surgir riscos que decorrem da inter-relação e da ação conjunta dos bancos. Desta forma, há um reconhecimento que o todo não é uma mera soma das partes. Além disso, permite-se reconhecer que uma crise bancária não afeta apenas os depositantes e os investidores dos bancos insolventes. O seu alcance é muito mais amplo. Conforme discussão realizada anteriormente, devido a fortes externalidades inerentes à atividade dos bancos, uma crise bancária pode trazer impactos para a

economia como um todo, afetando o nível de produção, emprego e renda, tendo em vista o papel central que esse tipo de instituição desempenha em uma economia capitalista.

Clement (2010, p. 65) observa que o termo “macroprudencial” passou de uma virtual obscuridade para uma extraordinária proeminência a partir da crise financeira internacional de 2007-2008. Desde sua origem no final dos anos 1970, esse termo sempre esteve ligado a preocupações relativas à estabilidade do sistema e sua ligação com a macroeconomia. Segundo ele, em sentido estrito, o termo “macroprudencial” refere-se ao uso de instrumentos prudenciais com o objetivo explícito de promover a estabilidade do sistema financeiro como um todo, não necessariamente de instituições individuais, apesar da maioria desses instrumentos ser aplicada à regulação e supervisão de instituições individuais.

Referindo-se a uma fala de um ex-dirigente do BIS responsável por ajudar a disseminar o uso do termo “macroprudencial”, o autor afirma que é possível identificar duas características básicas da abordagem regulatória macroprudencial. A primeira é o foco no sistema financeiro como um todo, tendo como objetivo limitar os custos de problemas do sistema financeiro sobre a produção, entendida em sua dimensão macroeconômica. A segunda é o reconhecimento de que os riscos agregados são dependentes do comportamento coletivo das instituições financeiras e, desta forma, são endógenos ao sistema. Em contraposição, o autor observa que, para a abordagem microprudencial, os riscos agregados são vistos como independentes do comportamento coletivo das instituições e, desta forma, são tidos como exógenos. A abordagem microprudencial não prevê a possibilidade de que o comportamento dos bancos possa parecer individualmente racional, mas, em termos agregados, gerar resultados indesejados. Um exemplo típico dessa possibilidade é a situação em que, em períodos de estresses, cada banco individualmente vende ativos para recompor seus níveis de capital (algo bem visto do ponto de vista microprudencial), mas coletivamente provoca uma espiral deflacionária dos preços dos ativos financeiros e uma restrição generalizada de crédito (*credit crunch*), aumentando os riscos do sistema como um todo e de cada banco individualmente (Clement, 2010, pp. 64-65).

O autor identifica, ainda, duas dimensões da abordagem macroprudencial, que geram implicações em termos de política regulatória: a dimensão temporal e a dimensão transversal. A primeira delas diz respeito a como o risco evolui no tempo ao longo do ciclo financeiro, isto é, ao processo de amplificação mútua entre o sistema financeiro e a economia real. Essa dimensão é a chamada *pró-ciclicidade* do sistema bancário. Em termos de implicações de política regulatória, seria justificável a criação de colchões de capital nos bons tempos para serem usados em épocas ruins, atuando, desse modo, como estabilizadores. A segunda dimensão da abordagem macroprudencial refere-se à distribuição do risco dentro do sistema financeiro. O foco, neste caso, seria sobre as interconexões entre diferentes instituições. Nesse sentido, instituições que representassem impactos mais sistêmicos seriam submetidas a padrões regulatórios mais rígidos (Clement, 2010, p. 65).

Outro recorte que é possível fazer entre as medidas trazidas por Basileia III refere-se à estratégia regulatória. Nesse sentido, é possível dividir as novas medidas em dois grandes grupos: (i) medidas que reforçam a lógica de Basileia II; (ii) medidas que representam uma estratégia regulatória distinta e, por isso, complementam a estratégia do Acordo de 2004. As medidas do primeiro grupo seriam aquelas que seguem a estratégia de adequação de capital regulatório como forma de garantir a solvência individual de cada banco. Em regra, esse grupo de medidas tem natureza microprudencial. Tendo em vista que Basileia II se baseia fundamentalmente nesse tipo de medida, pode-se dizer que esses instrumentos regulatórios de Basileia III reforçam a estratégia regulatória do acordo anterior. Já as medidas do segundo grupo englobam instrumentos regulatórios alternativos e inovadores em relação à Basileia II, tais como índices de liquidez, medidas anticíclicas etc. Em alguns casos, as medidas desse segundo grupo têm natureza macroprudencial.

Tendo isso em vista, cabe destacar as principais medidas trazidas pelo terceiro Acordo de Basileia. O texto de Basileia III divide os instrumentos regulatórios em dois grandes grupos de medidas: (a) fortalecimento da adequação de capital (BSBC, 2010a, pp. 2-8); (b) introdução de um padrão global de liquidez (BSBC, 2010a, pp. 8-9).

O primeiro grupo, por seu lado, traz cinco conjuntos de medidas: (a) aumento da qualidade da base de capital; (b) melhora na cobertura de risco; (c) introdução de um índice de alavancagem; (d) introdução de colchões contracíclicos; (e) enfrentamento do risco decorrente da interconexão de instituições sistemicamente importantes.

As medidas do primeiro conjunto modificam a definição de capital regulatório de Basileia II, que basicamente era a mesma do Acordo de 1988. O objetivo é melhorar a sua qualidade, transparência e coerência em termos internacionais. Essas medidas procuram assegurar que as instituições bancárias tenham melhores condições de absorver perdas, seja nas situações em que as instituições continuam funcionando, seja nas situações em que elas se tornam insolventes e deixam de operar. Essas medidas têm natureza microprudencial e reforçam a estratégia regulatória de Basileia II.

De acordo com essas medidas, o capital regulatório passa a ser formado por dois níveis: o *capital de nível 1* (Tier1) e o *capital de nível 2* (Tier2). Extingue-se, assim, o *capital de nível 3* (BCBS, 2010a, p. 2). O Tier1 deve corresponder a no mínimo 6% dos ativos ponderados pelo risco, enquanto que o Tier2 deve representar 2% no mínimo. Logo, a soma Tier1+Tier2 deve representar 8% dos ativos ponderados pelos riscos, equivalente ao acordo anterior. O objetivo do Tier1 é absorver perdas de forma que a instituição continue operando, representando, assim, uma proteção aos investidores e depositantes. Já o Tier2 se destina a absorver o máximo possível de perdas no caso da instituição não ter condições de continuar a operar, proporcionando uma maior proteção aos depositantes.

O Tier1 é formado de duas parcelas: (i) o *Capital Principal* (CET1 – *Common Equity Tier1*) e (ii) o *Capital Adicional* (*Additional Tier1*). Basileia III prevê que o *Capital Principal*, que corresponde à parcela de maior qualidade do capital regulatório, aumente de 2% dos ativos ponderados pelo risco para 4,5%. Além disso, a qualidade da composição dessa parcela de capital aumenta substancialmente, passando a ser formado fundamentalmente por ações ordinárias e lucros retidos, justamente o tipo de capital com maior capacidade de absorção de perdas. De forma a melhorar ainda mais a qualidade desse capital, são aplicadas algumas deduções, várias delas já previstas no acordo anterior, mas que incidiam sobre o Tier1 como um

todo ou mesmo sobre o capital regulatório total (Tier1+Tier2). Dentre essas deduções, cabe destacar o fundo de comércio (*goodwill*), outros ativos intangíveis, os ativos tributários diferidos etc. O *Capital Adicional*, por sua vez, deve corresponder a, no mínimo, 1,5% dos ativos ponderados pelo risco, podendo ser formado por dívida subordinada e instrumentos híbridos de capital e dívida (BCBS, 2010a, Elorriaga, 2010).

Além da redefinição do capital regulatório, o Acordo de 2010 prevê uma harmonização, em âmbito mundial, das características básicas dos elementos que compõem as diversas parcelas de capital, bem como das deduções, a fim de garantir uma coerência de definições entre os diferentes países. Adicionalmente, as novas medidas visam melhorar a transparência, determinando a divulgação de informações relativas aos elementos que compõe o capital regulatório e fortalecendo, assim, o Pilar 3.

Em função da substancial elevação dos requerimentos de capital, o Comitê prevê um prazo relativamente longo para as medidas serem plenamente implantadas. De acordo com o Comitê, o escalonamento de prazos ajudará o setor bancário a se adequar aos novos requerimentos de capital por meio de um processo razoavelmente longo de retenção de lucros e eventual captação de instrumentos de capital no mercado (BCBS, 2010a, p. 27).

A primeira fase desse processo gradual de elevação dos requerimentos de capital vai se iniciar em 1 de janeiro de 2013. Nessa data, o *Capital Principal* (CET1) passará dos atuais 2% para 3,5%. Por seu lado, o Tier1 passará dos atuais 4% para 4,5%. Por diferença, o Tier2 diminuirá de 4% para 3,5%, tendo em vista que o capital total (Tier1+Tier2) permanecerá em 8%. Em 1 de janeiro de 2014, o *Capital Principal* sobe para 4%, o Tier1 vai para 5,5% e o Tier2 cai para 2,5%. Em 1 de janeiro de 2015, o *Capital Principal* passa para 4,5%, o Tier1 sobe para 6% e o Tier2 é reduzido para 2%, atingindo, assim, seus valores finais. As deduções dos instrumentos de capital que não podem mais fazer parte do capital regulatório também serão realizadas de uma forma gradual. A escala apresentada por Basileia III prevê que a partir de 1 de janeiro de 2014 sejam realizadas 20% dessas deduções, subindo outros 20 pontos percentuais a cada ano até chegar a 100% de dedução em 1 de janeiro de 2018 (BCBS, 2010a, pp. 27-28).

O segundo conjunto de medidas diz respeito à melhora na cobertura de risco. A partir da crise, consolidou-se a percepção de que os riscos de determinadas exposições estavam sendo mal capturados por Basileia II. Por essa razão, o Acordo de 2010 traz uma série de medidas para melhorar a cobertura desses riscos, notadamente, dos riscos da carteira de negociação (*trading book*), dos riscos associados ao processo de securitização, dos riscos decorrentes de exposições a veículos financeiros *fora-de-balanço* e dos riscos de contraparte oriundos de exposições em derivativos (BCBS, 2010a, Elorriaga, 2010). Trata-se, portanto, de medidas de caráter microprudencial que reforçam a estratégia regulatória anterior.

De acordo com esse conjunto de medidas, o cálculo de capital para a carteira de negociação (*trading book*) deve incluir, entre outras mudanças, um requerimento de capital de acordo com a metodologia VaR estressado, que será adicional ao requerimento existente por VaR, e um requerimento de capital que capture os riscos de *default* e de baixa do *rating* de crédito das exposições da carteira. Outra medida prevista diz respeito ao aumento do requerimento de capital em virtude da “ressecuritização”, de forma a refletir a maior exposição dos títulos gerados por esse processo ao risco sistêmico, bem como sua complexidade. A “ressecuritização” refere-se ao processo de securitização em que ao menos uma das exposições subjacentes seja uma securitização anterior. A crise demonstrou que a “ressecuritização” foi uma fonte substancial de perdas. Além disso, os títulos securitizados e ressecuritizados da carteira de negociação (*trading book*) devem estar sujeitos aos mesmos requerimentos de capital que os da carteira de não negociação (*banking book*). Outra medida trazida pro Basileia III prevê que as instituições devem realizar análises de crédito mais rigorosas dos títulos securitizados e ressecuritizados, de forma a reduzir a excessiva confiança nos *ratings* externos, caso contrário, os respectivos requerimentos de capital são aumentados. Elimina-se, também, o benefício proporcionado pelas linhas de liquidez de curto prazo concedidas aos veículos financeiros *fora-de-balanço* no processo de securitização. É prevista, ainda, uma medida que endurece os requerimentos de capital decorrentes do risco de contraparte. Com a crise, foi observado que o risco de contraparte, relativo aos agentes com quem se negociavam os derivativos, estavam subestimados. Só se estava calculando o impacto decorrente do risco de *default* da contraparte e não se considerava o impacto decorrente do risco de uma baixa do *rating* de crédito da

contraparte. Outra medida prevista diz respeito a incentivos para a comercialização de derivativos por meio de câmaras de compensação em vez de mercados de balcão. Nesse sentido, os requerimentos de capital para derivativos comercializados nos mercados de balcão foram substancialmente aumentados. Já os requerimentos de capital para derivativos comercializados em câmaras de compensação foram aumentados em uma escala bem menor, de forma a conscientizar as instituições que, mesmo nessas câmaras de compensação, há riscos subjacentes. Por fim, cabe mencionar uma medida que prevê, para os bancos que usam modelos internos, um aumento do requerimento de capital para as exposições interbancárias frente a instituições de grande porte (BCBS, 2010a, Elorriaga, 2010).

O terceiro conjunto de medidas refere-se à introdução de um índice geral de alavancagem, que seja simples, transparente e independente da mensuração de riscos. Uma das lições da crise foi a constatação de que diversas instituições estavam excessivamente alavancadas. No entanto, essa alavancagem não era percebida de forma clara porque o cálculo de adequação de capital baseado em ativos ponderados pelo risco indicava índices bem menores de alavancagem, algumas vezes em decorrência da lógica do próprio método de cálculo de reduzir o peso das exposições em função dos riscos mensurados, outras vezes por falhas dos próprios modelos e métodos de mensuração. A criação de um índice geral de alavancagem independente da ponderação pelo risco teria duas vantagens: (i) tornar mais simples e transparente para as autoridades supervisores e para os demais agentes de mercado o grau de alavancagem das instituições bancárias, facilitando não só a ação dos supervisores como a própria disciplina de mercado; (ii) servir de mecanismo de segurança contra erros de cálculo e o chamado *risco do modelo*, isto é, a possibilidade de que o modelo de adequação de capital ponderado pelos riscos utilizado pela instituição seja estruturalmente inadequado. Trata-se de mais uma medida de natureza microprudencial, uma vez que o foco é o nível de alavancagem do banco individual, e que reforça a estratégia regulatória de Basileia II, mas que do ponto de vista sistêmico pode contribuir significativamente para reduzir o grau de alavancagem do sistema bancário.

De acordo com o Comitê, esse índice de alavancagem é calculado dividindo-se o Tier1²² pelo total das exposições. Essas exposições totais são abrangentes, incluindo todas as exposições *dentro e fora-de-balanço* e os derivativos. Além das exposições não serem ponderadas pelos riscos, Basileia III não prevê a redução das exposições pela aplicação de técnicas de mitigação de risco de crédito, tais como as garantias e os colaterais. Inicialmente, esse índice de alavancagem foi calibrado em 3%, o que parece, em princípio, muito pouco, considerando-se que esse percentual permitiria uma alavancagem de 33 vezes o valor do capital Tier1.

Antes do início da vigência efetiva desse índice, o Acordo de 2010 prevê um período de teste de quatro anos. Esse período deve começar em 1 de janeiro de 2013 e terminar em 1 de janeiro de 2017. Durante o período de teste, o índice permanecerá em 3%. Em 1 de janeiro de 2015 começam a valer as regras de transparência e publicidade ao índice de alavancagem (regras de Pilar 3). Em 1 de janeiro de 2017 termina o período de teste e a observância do índice passa a ser plenamente exigível. O acordo prevê, ainda, que ao longo do primeiro semestre de 2017 será feita uma nova calibragem do índice, passando a valer a partir de 1 de janeiro de 2018 (BCBS, 2010a, p. 63).

O quarto conjunto de medidas trazidas por Basileia III diz respeito à criação de dois colchões de capital que teriam funções de amenizar o comportamento cíclico do sistema bancário: (i) o colchão de capital de conservação e (ii) o colchão de capital anticíclico.

Conforme já discutido anteriormente, a adequada compreensão da natureza pró-cíclica de um padrão de regulação prudencial bancária passa pelo entendimento da interação de três dimensões: (i) a natureza inerentemente cíclica da economia capitalista; (ii) o comportamento pró-cíclico dos bancos, que amplifica os ciclos econômicos; (iii) a natureza pró-cíclica, neutra ou anticíclica da estratégia de regulação bancária prudencial. Tendo isso em vista, cabe observar que uma estratégia de regulação prudencial pró-cíclica tende a intensificar o caráter pró-cíclico do comportamento dos bancos que, como resultante, levará a uma dupla amplificação dos ciclos

²² O Comitê de Basileia informa que continua em estudo o uso do CET1 ou do capital regulatório total (Tier1+Tier2) em vez do Tier1.

econômicos. Uma estratégia anticíclica de regulação prudencial, por seu lado, atuaria no sentido de atenuar o caráter pró-cíclico dos bancos.

Basileia II é uma estratégia de regulação bancária prudencial claramente pró-cíclica²³ em virtude da metodologia de dimensionar a magnitude do capital regulatório a partir dos riscos. Durante as fases de expansão econômica em que a demanda por ativos em geral é mais alta, as regras de Basileia II permitem que o otimismo exagerado contamine as avaliações de risco, seja dos modelos internos utilizados pelas grandes instituições bancárias, seja dos modelos padronizados na medida em que se baseiam em *ratings* externos das agências classificadoras de risco. Essa subavaliação de riscos leva a uma redução dos requerimentos de capital, o que favorece a expansão da concessão de crédito bancário, retroalimentando e amplificando a fase de expansão da economia²⁴. Durante as fases de retração econômica, as regras de Basileia II geram efeito inverso. O método de adequação de capital baseado em ativos ponderados pelo risco, em um momento de pessimismo exacerbado, leva a um dimensionamento exagerado dos riscos e a uma exigência maior de capital regulatório. O aumento dos requerimentos de capital induz os bancos a reduzirem ainda mais as concessões de crédito bancário, o que intensifica a fase de retração econômica. É importante mencionar que, para fazer frente ao aumento de requerimento de capital nas fases de predominância de um pessimismo exagerado, os bancos tendem a aumentar a venda de ativos de seu portfólio, o que intensifica a espiral deflacionária e agrava a retração econômica.

Basileia III parece reconhecer as três dimensões mencionadas da discussão sobre pró-ciclicidade. De acordo com o próprio Comitê (BCBS, 2010a, p. 5):

One of the most destabilising elements of the crisis has been the procyclical amplification of financial shocks throughout the banking system, financial markets and the broader economy. The tendency of market participants to behave in a procyclical

²³ Apesar do texto de Basileia II, no âmbito do Pilar 2, abrir a possibilidade dos bancos calcularem uma parcela de capital para atenuar o comportamento cíclico da atividade bancária, os dispositivos ali inseridos nunca foram suficientes para induzir os bancos a espontaneamente criar mecanismos de elevação de capital para fins anticíclicos.

²⁴ A subavaliação dos riscos na fase de expansão do ciclo econômico também é favorecida pela dinâmica de preço dos ativos dados em garantia (por exemplo, imóveis). A maior demanda de ativos na fase de expansão leva a um aumento de preço desses ativos que, por sua vez, são dados em garantia para a concessão de novos créditos. Movimento inverso ocorre na fase de retração econômica.

manner has been amplified through a variety of channels, including through accounting standards for both mark-to-market assets and held-to-maturity loans, margining practices, and through the build up and release of leverage among financial institutions, firms, and consumers. The Basel Committee is introducing a number of measures to make banks more resilient to such procyclical dynamics. These measures will help ensure that the banking sector serves as a shock absorber, instead of a transmitter of risk to the financial system and broader economy.

Basileia III inova ao prever medidas de caráter macroprudencial, que complementam a estratégia de Basileia II. A criação do colchão de capital anticíclico é a mais evidente dessas medidas. O Acordo de 2010 prevê que esse colchão deve variar de 0% e 2,5% e poderá ser exigido de acordo com as necessidades de cada país, sendo constituído durante as fases de expansão econômica e reduzido nas fases de retração. Desta forma, esse colchão de capital atua como um amortecedor do comportamento pró-cíclico dos bancos. Na fase de otimismo, a expansão exagerada do crédito é atenuada ao se exigir mais capital regulatório para compor esse colchão. Em sentido inverso, na fase de pessimismo, a restrição exagerada do crédito é suavizada pela menor exigência de capital regulatório, fruto da redução desse colchão de capital, o que representa um incentivo à concessão de crédito.

Nesse sentido, o Comitê afirma (BCBS, 2010c, p. 1):

The primary aim of the countercyclical capital buffer regime is to use a buffer of capital to achieve the broader macroprudential goal of protecting the banking sector from periods of excess aggregate credit growth that have often been associated with the build up of system-wide risk. Protecting the banking sector in this context is not simply ensuring that individual banks remain solvent through a period of stress, as the minimum capital requirement and capital conservation buffer are together designed to fulfil this objective. Rather, the aim is to ensure that the banking sector in aggregate has the capital on hand to help maintain the flow of credit in the economy without its solvency being questioned, when the broader financial system experiences stress after a period of excess credit growth. This should help to reduce the risk of the supply of credit being constrained by regulatory capital requirements that could undermine the performance of the real economy and result in additional credit losses in the banking system. In addressing the aim of protecting the banking sector from the credit cycle, the countercyclical capital buffer regime may also help to lean against the build-up phase of

the cycle in the first place. This would occur through the capital buffer acting to raise the cost of credit, and therefore dampen its demand, when there is evidence that the stock of credit has grown to excessive levels relative to the benchmarks of past experience. This potential moderating effect on the build-up phase of the credit cycle should be viewed as a positive side benefit, rather than the primary aim of the countercyclical capital buffer regime.

De acordo com o Comitê, cada país deverá decidir que órgão será responsável por tomar as decisões relativas a aumentar ou diminuir os níveis do colchão de capital anticíclico, de acordo com o intervalo previsto em Basileia III de 0 a 2,5% do total de ativos ponderados pelo risco (BCBS, 2010a, 58). Por se tratar de um instrumento regulatório de caráter macroprudencial, em que a análise de variáveis macroeconômicas tem grande importância, é provável que os bancos centrais sejam incumbidos dessa responsabilidade, tendo em vista que em diversos países a autoridade de supervisão bancária constitui um órgão independente do banco central. Basileia III prevê, ainda, que cada país deve anunciar sua decisão de aumentar o nível do colchão de capital anticíclico 12 meses antes de sua efetiva implantação, de forma que os bancos tenham um tempo razoável para se adaptarem.

Além do colchão de capital anticíclico, Basileia III prevê a constituição do colchão de capital de conservação. A finalidade principal dessa parcela de capital regulatório é servir como segurança adicional em períodos de estresse financeiro, momentos em que geralmente aumentam os volumes das perdas não esperadas. Isso ocorre particularmente na fase de contração dos ciclos econômicos, em que diversos dos créditos concedidos na fase anterior são involuntariamente inadimplidos em função da frustração das expectativas dos agentes tomadores de crédito. Nesse momento de aumento das perdas não esperadas, os bancos podem utilizar o capital armazenado nesse colchão de forma a manterem-se solventes e, se possível, acima do nível mínimo de capital regulatório (Tier1+Tier2 de 8%). Justamente nesses períodos de estresse, costuma ser mais difícil e custoso recompor o nível de capital. Contar com uma margem de segurança para ser utilizada em épocas ruins foi entendido por Basileia III como um comportamento prudente.

Nesse sentido, o Acordo de 2010 prevê que esse colchão de capital de conservação deve variar de 0 a 2,5%, sendo constituído preferencialmente nos períodos de expansão econômica. Apesar de uma finalidade distinta, na prática esse colchão acaba atuando no mesmo sentido do colchão de capital anticíclico, exigindo-se mais capital (e atenuando a expansão do crédito bancário) nas fases ascendentes do ciclo econômico e reduzindo-se o requerimento de capital (e atenuando a restrição do crédito) nas fases descendentes do ciclo.

Cabe mencionar, ainda, que, para que o colchão de capital de conservação tenha capacidade de absorver as perdas em momentos de estresse, Basileia III prevê que ele deve ser constituído com instrumentos de capital de alta qualidade, tais como os que compõem o *Capital Principal* (CET1).

Outra finalidade do colchão de capital de conservação está associada à regra instituída pelo Comitê de que, ao ser usado, a distribuição de resultados, por meio de dividendos (acionistas) e bônus (gestores), é restringida até que a parcela de capital desse colchão seja reconstituída. Enfrenta-se, assim, uma situação observada durante a crise de 2007-2008 em que instituições salvas da insolvência com recursos públicos continuaram a distribuir dividendos e bônus, o que pareceu inaceitável para a opinião pública.

O Comitê prevê que o colchão de capital de conservação seja introduzido a partir de 1 de janeiro 2016, inicialmente na magnitude de 0,625% dos ativos ponderados pelo risco, subindo outros 0,625 pontos percentuais a cada ano até atingir 2,5% em 1 de janeiro de 2019. O colchão de capital anticíclico será implantado em paralelo e igualmente de forma progressiva, entre 1 de janeiro de 2016 e 1 de janeiro de 2019. O Comitê recomenda que os países que estiverem passando por um excessivo crescimento do crédito durante o período de transição considerem a possibilidade de acelerar a constituição de ambos os colchões (BCBS, 2010a, p. 60).

Cabe ressaltar que, considerando-se a soma dos dois colchões de capital com o Tier1 e o Tier2, o capital regulatório mínimo poderá chegar a 13% do total de ativos ponderados pelo risco, cinco pontos percentuais acima do nível previsto em Basileia II. Adicione-se a isso o

fato de que a maior qualidade de capital exigida por Basileia III acaba levando a uma necessidade de adequação de capital ainda maior, comparativamente ao Acordo de 2004.

O quinto conjunto de medidas trazidas por Basileia III diz respeito à intensa interconexão entre instituições sistemicamente relevantes. Segundo o Comitê, o excessivo entrelaçamento de operações entre instituições bancárias sistemicamente importantes representa um canal muito significativo de transmissão de choques para o sistema financeiro como um todo e para a economia. Por esse razão, esse tipo de instituição deve contar com uma maior capacidade de absorção de perdas além dos padrões mínimos exigidos em geral. Nesse sentido, o Comitê de Basileia e o Comitê de Estabilidade Financeira²⁵ estão desenvolvendo estudos de forma a avaliar as medidas mais adequadas a serem aplicadas para enfrentar essa situação. Além disso, estão sendo avaliados indicadores qualitativos e quantitativos para identificar as instituições sistemicamente importantes em nível global. Adicionalmente, estão sendo desenvolvidos estudos para identificar a magnitude da capacidade adicional de absorção de perdas que esse tipo de instituição deve possuir. São avaliadas medidas que passam por níveis maiores de liquidez, restrições mais fortes a grandes exposições e supervisão reforçada (BCBS, 2010a, p. 7).

De acordo com o Comitê, várias das medidas trazidas por Basileia III já atuam no sentido de mitigar os riscos decorrentes das interconexões de instituições sistemicamente importantes. Entre essas medidas, o Comitê elenca os incentivos de capital para que os bancos usem as câmaras de compensação para os derivativos de balcão, os requerimentos mais elevados de capital para securitizações complexas, derivativos e exposições *fora-de-balanço*, a introdução de requerimentos de liquidez que penalizem a excessiva confiança em fundos interbancários de liquidez de curto prazo etc. (BCBS, 2010a, p. 8).

Além dos cinco conjuntos de medidas analisados até aqui e que compõem o primeiro grande grupo trazido pelo Acordo de 2010, Basileia III prevê um segundo grande grupo de medidas. Esse segundo grupo se refere à introdução de um padrão global de liquidez.

²⁵ O Comitê de Estabilidade Financeira (FSB – *Financial Stability Board*) é um organismo destinado a coordenar em nível internacional o trabalho das autoridades financeiras nacionais e de organismos responsáveis por definir padrões internacionais, bem como a desenvolver e promover a implantação de políticas efetivas de regulação e supervisão em prol da estabilidade financeira. O FSB é um organismo independente cujo secretariado está sediado no BIS (*Bank for International Settlements*).

Nesse sentido, o Comitê expressamente reconhece que fortes requerimentos de capital são uma condição necessária, mas não suficiente, para a estabilidade do setor bancário. Uma robusta base de liquidez associada a rígidos padrões de supervisão são necessários para garantir a solidez do sistema e deve ser vista em um mesmo nível de importância relativamente aos requerimentos de capital. O Comitê entende que o estabelecimento de padrões globais e harmonizados de capital e liquidez é o melhor caminho para garantir condições igualitárias de concorrência, de forma a evitar que a dinâmica competitiva leve as instituições bancárias a sacrificar a adequação a esses padrões (BCBS, 2010a, p. 8).

O Comitê relembra que, durante a chamada “fase da liquidez” da crise internacional de 2007-2008, muitos bancos que possuíam níveis adequados de capital regulatório enfrentaram sérias dificuldades por não administrarem de forma prudente seu risco de liquidez. Antes da crise, o acesso à liquidez estava facilmente disponível e a um custo baixo. Com o início da crise, a reversão das condições de mercado de acesso a fontes de recursos líquidos foi muito veloz, demonstrando como a liquidez pode evaporar rapidamente e permanecer nesse estado durante um longo tempo (BCBS, 2010a, p. 8).

De forma a enfrentar adequadamente o risco de liquidez, Basileia III dispõe sobre a introdução de dois índices: (i) o Índice de Cobertura de Liquidez (LCR – *Liquidity Coverage Ratio*) e o (ii) Índice de Financiamento Líquido Estável (NSFR – *Net Stable Funding Ratio*).

O objetivo do LCR é garantir que as instituições bancárias disponham de recursos de alta liquidez necessários para cobrir suas necessidades dentro de um horizonte de 30 dias e submetidas a um cenário de forte estresse de liquidez estabelecido pelo órgão de supervisão (BCBS, 2010b, p. 3).

O LCR é calculado dividindo-se o estoque de ativos de alta liquidez, submetido a uma situação de estresse, pelas saídas líquidas no prazo de até 30 dias, igualmente submetidas a estresse. O Comitê estabelece que o valor do LCR deva ser igual ou superior a 100% e mantido em bases permanentes.

Por seu lado, o NSFR tem por objetivo garantir que os ativos de longo prazo da instituição bancária sejam financiados por captações mais estáveis. Esse índice procura desestimular a excessiva confiança em fontes de liquidez de curto prazo fartamente disponíveis nos períodos de bonança, além de encorajar uma melhor avaliação do risco de liquidez de todas as exposições *dentro e fora-de-balanço*.

O NSFR é calculado dividindo-se o total de captações estáveis disponíveis pelo total de captações estáveis necessárias. As captações estáveis são definidas como aquelas oriundas de fontes confiáveis de liquidez dentro de um horizonte de um ano e submetidas a condições de estresse. O Comitê estabelece que o valor do NSFR deva ser superior a 100%.

Basileia III prevê que a introdução de ambos os índices será precedida por um período de observação que se iniciaria em 1 de janeiro de 2011. A implantação definitiva do LCR está prevista para 1 de janeiro de 2015 e a do NSFR para 1 de janeiro de 2018 (BCBS, 2010b, p. 2).

2.7. Acordos de Basileia: análise crítica

Como mencionado, mesmo antes da crise financeira internacional de 2007-2008, Basileia II já era motivo de críticas. No entanto, em função do longo período de prosperidade econômica e relativa estabilidade que marcou os anos “*dourados*” entre 1992 e 2007 (Goodhart, 2009, p. 1), as críticas acabavam restritas a poucos ambientes. Entretanto, com a crise, disseminou-se uma forte percepção de que a estratégia regulatória representada por Basileia II se mostrou insuficiente para tornar os sistemas bancários mais estáveis e mitigar a ocorrência de crises bancárias. Conforme visto no tópico anterior, Basileia III reconheceu a insuficiência do Acordo de 2004 e trouxe uma série de medidas como resposta às demandas da comunidade financeira internacional por um aparato regulatório mais adequado. Nesse sentido, cabe destacar as principais críticas feitas a Basileia II, cotejando, quando for o caso, com as respectivas medidas de Basileia III.

Pró-ciclicidade

Griffith-Jones & Ocampo (2009) ressaltam que a longa história dos ciclos financeiros revela que o caráter pró-cíclico é inerente aos mercados financeiros. Mencionam, nesse sentido, as importantes contribuições de Keynes e Minsky. Para aqueles autores, a pró-ciclicidade é vista como o excesso de assunção de riscos na atividade financeira nos bons tempos, seguido por uma insuficiente assunção de riscos nas épocas ruins. Durante os períodos de expansão econômica, o prêmio de risco diminui, o crédito aumenta, os balanços bancários robustos e a intensa competição favorecem a expansão da concessão de crédito, bem como um afrouxamento das boas práticas e padrões creditícios, em grande medida como decorrência de um movimento para compensar a queda da rentabilidade derivada de menores margens (*op. cit.*, p. 2).

Outro elemento de pró-ciclicidade relacionado ao comportamento dos agentes de mercado é destacado por Persaud (2003). Na mesma linha do que foi discutido no capítulo anterior sobre incerteza e instituições formais e informais, especialmente convenções, o autor sustenta que os agentes econômicos nos mercados financeiros tenderiam a se comportar em forma de manada (*herding behaviour*), mimetizando o comportamento uns dos outros, o que favoreceria o perfil pró-cíclico dos bancos e demais agentes do mercado financeiro.

Persaud (2003) destaca, ainda, um elemento adicional de aumento da pró-ciclicidade do sistema bancário: a tendência de uso de técnicas similares de mensuração de risco sensíveis ao mercado, estimulada pelo atual padrão de regulação bancária prudencial. De acordo com o autor, Basileia II, ao estimular o uso de modelos de adequação de capital semelhantes entre si, acaba por fortalecer o comportamento de manada dos agentes de mercado, aumentando a volatilidade e a pró-ciclicidade inerente à atividade financeira. No mesmo sentido, Gottschalk & Sodré (2007) ressaltam que o estímulo de Basileia II ao uso de modelos muito semelhantes de mensura o de risco e cálculo da adequa o de capital regulatório favoreceria comportamentos pró-cíclicos.

Segundo Griffith-Jones & Ocampo (2009, pp. 2-4), a defesa de uma regula o bancária prudencial anticíclica estava inicialmente restrita a um pequeno grupo de acad micos e algumas institui es internacionais. No entanto, depois da crise financeira internacional de 2007-

2008, o reconhecimento da necessidade de implantação de políticas regulatórias dessa natureza se tornou amplamente disseminada, sendo encampada pelo próprio Comitê de Basileia (BCBS, 2010a). Nesse sentido, cabe destacar que o caráter pró-cíclico de Basileia II já era objeto de análise de vários autores no início dos anos 2000 e pode ser encontrado em trabalhos tais como Danielsson *et al.* (2001), Goodhart *et al.* (2004), Goodhart & Segoviano (2004), Griffith-Jones *et al.* (2002), Griffith-Jones & Ocampo (2003), entre outros.

O principal elemento de pró-ciclicidade de Basileia II derivaria justamente de um de seus principais objetivos: a busca por uma maior sensibilidade ao risco. Como já discutido no primeiro capítulo, em uma economia monetária de produção, em função da presença da incerteza fundamental, os agentes tomam suas decisões a partir de expectativas formadas em bases precárias, sendo que certas “práticas sociais”, tais como instituições formais (contratos) e informais (convenções), ajudam a reduzir a incerteza inerente ao processo de tomada de decisão. Nesse contexto, como mostrado na teoria da *Hipótese da Instabilidade Financeira* de Minsky, os agentes econômicos, incluindo os bancos, tendem a ser contaminados por otimismo excessivo na fase de expansão do ciclo econômico, levando a uma subestimação dos riscos. Na fase de retração econômica, o comportamento observado entre os agentes é inverso, superestimando os riscos e deixando-se contaminar por um pessimismo exagerado.

Desta forma, Basileia II, ao ser mais sensível ao risco, acabaria por incorporar no seu mecanismo de mensuração dos requerimentos de capital regulatório o caráter eminentemente pró-cíclico de subestimação e superestimação de riscos, caráter este inerente ao comportamento dos agentes econômicos em uma economia monetária de produção. Esse perfil pró-cíclico da atuação dos agentes seria particularmente absorvido por Basileia II por meio dos modelos internos de risco de crédito (abordagens IRB previstas no Pilar 1) e de risco de mercado, bem como pela própria abordagem padronizada de risco de crédito na medida em que utiliza *ratings* de agências classificadoras de risco.

Nesse sentido, é importante mencionar que Basileia I, em seu formato original de 1988, não dispunha de mecanismos de adequação de capital cuja sensibilidade ao risco fosse oriunda dos próprios agentes econômicos. Como visto, o Acordo de 1988 previa o cálculo de

capital regulatório apenas para o risco de crédito e esse capital era mensurado a partir de classes de ativos e fatores de ponderação de riscos previamente definidos no texto do acordo. Nesse sentido, os riscos já estavam predeterminados pelo Comitê e não variavam em função do ciclo econômico. Mesmo considerando que a percepção de riscos dos agentes tende a variar de forma pró-cíclica ao longo do ciclo econômico, para efeitos de cálculo de requerimentos de capital em Basileia I, os riscos não variavam. Apesar da predefinição de algumas poucas classes de ativos e de fatores de ponderação de riscos ser vista como grosseira e um incentivo a arbitragens regulatórias, esse mecanismo teria como característica não ser contaminado pelo caráter pró-cíclico do comportamento dos agentes econômicos. Tendo em vista a discussão anterior sobre as três dimensões da *ciclicidade*, pode-se argumentar que, dentro dessa perspectiva, o Acordo de 1988 representaria uma estratégia regulatória neutra, que, se por um lado não diminuía o caráter pró-cíclico do comportamento dos bancos, por outro, não o ampliava.

Nesse sentido, Goodhart (2009, p. 18) afirma:

Under Basel I the amount of capital a bank held against an asset was driven by the assets “risk weight” (RWA). The legal nature of the obligor (e.g. government, bank, corporate etc.) was taken as a proxy for the credit risk of the obligor and as a result the banks total of RWAs and thus its capital requirement was largely invariant with the economic cycle.

No entanto, conforme visto, a reforma de 1996 introduziu em Basileia I o tratamento do risco de mercado. E mais do que isso, a reforma trouxe pela primeira vez a previsão da utilização de modelos internos para o cálculo de requerimentos de capital. Para as instituições bancárias menores e menos sofisticadas, a Emenda de 1996 previa o uso de uma abordagem padronizada. Logo, a partir de 1996, com a adoção de modelos internos para risco de mercado, Basileia I já passou a contar com elementos regulatórios de natureza fortemente pró-cíclica.

Do ponto de vista da abordagem padronizada de risco de crédito prevista em Basileia II, cabe destacar que a previsão da utilização dos *ratings* fornecidos pelas agências classificadoras de risco de crédito para o cálculo da adequação de capital regulatório tende a se constituir em um mecanismo regulatório pró-cíclico. As agências classificadoras de risco de

crédito, assim como os demais agentes de mercado, também são contaminadas pelo excesso de otimismo e subavaliação de riscos em momentos de expansão econômica e pelo pessimismo exagerado e superestimação de riscos nas fases de retração do ciclo econômico. Durante a crise financeira internacional de 2007-2008, foram observadas não só fortes evidências desse comportamento das agências classificadoras de risco, como também foram constatados sérios problemas de conflito de interesses entre essas agências e diversos agentes de mercado, conforme já mencionado.

Goodhart (2009, p. 11) destaca outro elemento regulatório que interagiria com Basileia II de forma a tornar o comportamento dos bancos e demais instituições financeiras ainda mais pró-cíclico: a regra contábil de marcação-a-mercado prevista nas recomendações IFRS²⁶ (*International Financial Reporting Standards*). Por meio dessa regra, as instituições devem reavaliar de forma rotineira o valor contábil de seus ativos financeiros a fim de espelhar o preço corrente de mercado. Durante momentos de estresse financeiro em que os preços dos ativos financeiros estão em queda, as instituições bancárias são levadas, em virtude dessa regra, a reconhecer perdas financeiras decorrentes da reavaliação contábil de seus ativos, o que resulta na necessidade de recomposição da adequação de capital regulatório. Essa recomposição do nível de capital regulatório se manifesta, muitas vezes, por meio de novas vendas de ativos, o que tende a deprimir ainda mais os preços e a realimentar a espiral deflacionária.

Griffith-Jones & Ocampo (2009, p. 25) sustentam que não basta reduzir a pró-ciclicidade da estratégia regulatória de Basileia II. Seria importante desenhar um padrão de regulação que fosse anticíclico, de forma a reduzir a pró-ciclicidade do comportamento dos bancos e dos mercados financeiros. Os autores ressaltam que, antes da crise de 2007-2008, apenas a Espanha possuía um mecanismo de cálculo de capital regulatório com elementos anticíclicos, que operava mediante regras de provisionamento dinâmico (*op. cit.*, pp. 4-9).

Além disso, os autores analisam a possibilidade das regras anticíclicas de adequação de capital ser implantadas de forma discricionária ou por meio de regras predefinidas.

²⁶ O IASB (*International Accounting Standards Board*) é organismo internacional que publica e atualiza os padrões contábeis chamados de IFRS (*International Financial Reporting Standards*). O IASB foi criado em 1 de abril de 2001 a partir do IASC (*International Accounting Standards Committee*).

No sistema discricionário, o órgão de regulação deve decidir o aumento ou redução do nível de capital regulatório em face de uma análise macroprudencial. Esse sistema teria a vantagem de permitir uma análise das nuances das condições macroeconômicas de forma a embasar as decisões. No entanto, o sistema discricionário estaria sujeito à tentativa de influência (*lobby*) das instituições bancárias e de outros agentes de mercado, bem como dos ciclos de otimismo e pessimismo dos agentes econômicos em geral. Por seu lado, o sistema baseado em regras predefinidas tende a sofrer muito menos com esse tipo de influência. Uma terceira alternativa elencada seria um sistema misto, composto por uma combinação de elementos regulatórios discricionários e elementos com regras predeterminadas. Essa é abordagem que parece mais adequada na visão dos autores (*op. cit.*, 2009, pp. 13-14).

Uma preocupação externada pelos autores diz respeito ao *trade-off* entre uma regulação mais rígida, que implique maiores requerimentos de capital regulatório, e uma oferta de crédito mais cara e mais restritiva (*op. cit.*, pp. 19-20). Depois da crise financeira de 2007-2008, ficou claro que os níveis de capital regulatório não eram adequados e precisavam aumentar significativamente. No entanto, não se sabia ao certo o quanto deveria ser esse aumento, tendo em vista o mencionado *trade-off*.

Como visto, Basileia III traz um elemento claramente anticíclico de adequação de capital: o colchão de capital anticíclico. Esse colchão, projetado para variar entre 0 e 2,5% dos ativos ponderados pelo risco, deve ser constituído a partir de decisões do órgão de regulação (ou de outro órgão estatal, a depender das especificidades do país), embasadas em uma análise macroprudencial. Além desse elemento anticíclico, está previsto um segundo colchão de capital, o de conservação, que deve ser constituído preferencialmente em épocas de expansão econômica para ser utilizado em épocas de estresse financeiro e aumento das perdas não esperadas. Sendo operacionalizado dessa forma, esse segundo colchão de capital também teria certo caráter anticíclico. Adicionalmente, Basileia III prevê um índice geral de alavancagem não baseado em riscos, o que tende a amenizar o caráter pró-cíclico de Basileia II, evitando que a alavancagem suba exageradamente em períodos de forte expansão econômica.

Conclui-se, portanto, que os elementos anticíclicos trazidos por Basileia III possuem características mistas, na medida em que são baseados em regras discricionárias (colchão de capital anticíclico), de um lado, e regras predefinidas (índice geral de alavancagem e colchão de capital de conservação), de outro.

A priori é possível conceber que esses novos elementos regulatórios trazidos por Basileia III não seriam suficientes para tornar a atual estratégia regulatória anticíclica. Teriam o poder, apenas, de amenizar o caráter pró-cíclico de Basileia II. O principal motivo para isso seria a manutenção dos mecanismos de adequação de capital baseados em maior sensibilidade ao risco, a partir de avaliações de risco produzidas pelos próprios agentes de mercado.

No que se refere ao mencionado *trade-off* e ao aumento do nível de capital regulatório, cabe destacar que Basileia III trilhou dois caminhos distintos: a melhoria da qualidade do capital regulatório e os novos colchões de capital. Considerando a soma dos dois colchões, o capital regulatório mínimo pode atingir até 13% dos ativos ponderados pelo risco. Mesmo se o colchão de capital anticíclico ficar zerado durante algum período, ainda assim o aumento do nível mínimo de capital regulatório é significativo, passando de 8% para 10,5% dos ativos ponderados pelo risco.

Liquidez

Conforme já mencionado, a estratégia regulatória anterior ao Acordo de Capitais de 1988 era centrada em liquidez (Carvalho, 2005a). Com a adoção do primeiro Acordo de Basileia, essa estratégia foi abandonada e o foco passou a ser basicamente sobre a adequação de capital regulatório com base em ativos ponderados pelo risco. Basileia II aprofundou essa estratégia ao prever o uso de modelos internos e *ratings* produzidos por agências de classificação de risco. A intenção foi a de aproximar a regulação bancária prudencial em relação às práticas de mercado.

De acordo com Griffith-Jones & Ocampo (2009, pp. 15-16), a opção regulatória de Basileia II quanto ao risco de liquidez constituiria uma omissão muito significativa em termos de estratégia regulatória:

In fact, it was a major and absurd omission of the pre-crisis framework that there was practically no regulation of liquidity. This has not always been the case. [...] There is now growing consensus on the need for a strong regulatory framework that focuses not just on safeguarding the liquidity positions of banks in the face of firm-specific stress events, but also help preserve the funding liquidity of banks if system-wide liquidity contractions occur.

Além disso, os autores reconhecem que a liquidez seria também um fenômeno pró-cíclico e de grande relevância para a estabilidade financeira. Durante os bons tempos, a liquidez costuma ser abundante e barata, enquanto que em épocas de estresse financeiro, a liquidez tende a se tornar muito escassa e onerosa. Conforme observado durante a crise, várias instituições quebraram fundamentalmente por problemas de liquidez e não por insuficiência de capital regulatório.

Como visto no tópico anterior, em Basileia III, o próprio Comitê reconheceu explicitamente a importância da liquidez para a estabilidade dos sistemas bancários, colocando-a em mesmo patamar de importância que a adequação dos requerimentos de capital regulatório (BCBS, 2010a, p. 8). Nesse sentido, Basileia III trouxe dois novos índices de liquidez para desempenhar essa tarefa: o índice de cobertura liquidez (LCR) e o índice de financiamento líquido estável (NSFR).

Concorrência bancária e arbitragem regulatória

Antes da crise financeira internacional de 2007-2008, na medida em que a discussão a respeito de Basileia II tornava-se mais controversa e as preocupações relacionadas às variações dos níveis prévios de capital regulatório se avolumavam, alguns defensores de Basileia II passaram a argumentar que o capital regulatório teria uma influência muito pequena sobre a competitividade dos bancos e sobre os preços dos produtos e serviços que eles oferecem. Logo,

as preocupações sobre a influência de Basileia II sobre as condições de concorrência do sistema bancário deveriam ser minimizadas (Petrou, 2005).

Essa linha de defesa de Basileia II causava surpresa na medida em que, como visto anteriormente, o grande objetivo para o desenvolvimento do primeiro Acordo de Basileia foi justamente o de nivelar as condições de concorrência entre as grandes instituições bancárias que atuavam internacionalmente. Em virtude de especificidades nacionais, países como os EUA obrigavam seus bancos a manter níveis de capital regulatório maiores que os vigentes em outras nações. Foram essas diferenças entre os níveis de capital regulatório, vistas como geradoras de importantes distorções competitivas entre os bancos que atuavam internacionalmente, o principal elemento motivador para a elaboração do Acordo de 1988.

Além disso, por ocasião das tratativas para a elaboração de Basileia II, os reguladores sustentavam que as regras de Basileia I precisavam ser alteradas porque as diferenças entre o capital regulatório e o capital econômico criavam áreas de arbitragem. Ou seja, os bancos estavam mudando sua estratégia de negócios a fim de se beneficiarem das operações em que o capital regulatório se mostrava menor que o capital econômico, abandonando as linhas de negócio em que o capital regulatório era considerado alto demais comparativamente ao capital econômico. Esse seria mais um claro sinal de que o nível de capital regulatório constitui-se em um importante fator para a rentabilidade das instituições bancárias.

Nesse sentido, vale destacar que o modelo “originar e distribuir” que se disseminou entre instituições bancárias ao longo dos anos 1980 e 1990 tem como um dos principais incentivos a transferência do risco de crédito a fim de obter uma consequente redução dos requerimentos de capital regulatório. Esse processo revela mais uma vez a importância dos requerimentos de capital para a atividade bancária.

Se do ponto de vista internacional a adoção dos Acordos de Basileia representa uma harmonização das condições de concorrência entre as grandes instituições bancárias, Basileia II, ao criar um modelo dual de cálculo do capital regulatório, trouxe para a esfera nacional os problemas de desigualdade antes presentes nos mercados internacionais. Como visto acima, Basileia II prevê dois tipos de modelos para o cálculo do requerimento de capital para

risco de crédito: a abordagem padronizada e a abordagem IRB baseada em modelos internos. Em virtude da grande complexidade e dos altos custos fixos de implantação, a tendência seria apenas os grandes bancos migrarem para a abordagem IRB. Na medida em que se espera que haja uma redução do nível de capital regulatório em função da adoção da abordagem IRB, logo, apenas os grandes bancos seriam beneficiados com essa vantagem (Hakenes & Schanabel, 2005). Uma vez que, como visto, o nível de capital regulatório tem um papel importante para a competitividade das instituições bancárias, conclui-se que a implantação de Basileia II poderia influenciar em certa medida as condições de concorrência no âmbito dos mercados nacionais, favorecendo os grandes bancos em detrimento dos menores.

Esse fortalecimento da competitividade dos grandes bancos poderia gerar dois distintos movimentos indesejados. De um lado, poderia estimular ainda mais o processo de concentração bancária, por meio de novas fusões e aquisições, e, de outro, poderia contribuir para a desestabilização do sistema, ao estimular o surgimento de instituições “*too big to fail*”, de um lado, e operações de arbitragem regulatória que levariam a uma concentração de riscos em instituições menos aptas a tratá-los, de outro.

No que se refere aos bancos maiores, a aquisição da carteira de crédito dos bancos menores representaria uma possibilidade de rentabilidade superior à rentabilidade percebida pelo seu detentor. Isso ocorreria na medida em que um grande banco que usa modelos internos, ao incorporar a carteira de crédito de um banco de menor porte, gozaria de ganhos adicionais decorrentes da redução do capital regulatório, fruto do uso dos modelos internos. Desta forma, haveria um incentivo para a aquisição de bancos menores pelos bancos maiores.

Paralelamente a isso, poderia haver um incremento no processo de fusões. A fusão de alguns bancos de menor porte poderia gerar uma instituição com massa crítica suficiente para a implantação da abordagem IRB e, desta forma, usufruir das respectivas reduções de capital regulatório.

Tanto as fusões como as aquisições atuariam, assim, no sentido de aumentar a concentração do mercado bancário, movimento que não faz parte das intenções e preocupações de Basileia II.

Outro ponto que merece reflexão diz respeito à forma pela qual o aumento da concentração bancária poderia atingir a própria estabilidade do sistema. Uma instituição que fosse muito grande para quebrar (“*too big to fail*”) não tende a ser vista como possuidora dos incentivos necessários a uma boa gestão de riscos. Em verdade, uma instituição com esse perfil teria o incentivo de buscar operações mais rentáveis e, normalmente, mais arriscadas, sabendo que, em caso de problemas de insolvência, o prestador de última instância atuaria para salvá-la. As crises têm reiteradamente mostrado a pertinência dessa percepção.

O outro movimento de aumento da fragilidade decorreria da concentração de riscos originada pela arbitragem regulatória. A abordagem padronizada de Basileia II para risco de crédito teria, de um lado, a característica de superestimar o capital regulatório das operações de crédito menos arriscadas de uma classe de ativos comparativamente ao cálculo do capital econômico e, de outro, de subestimar o capital regulatório das operações mais arriscadas. Essa tendência seria uma decorrência de uma menor granularidade das classes de ativos previstas na abordagem padronizada comparativamente aos modelos internos. Como os bancos menores tendem a permanecer na abordagem padronizada, estes teriam uma vantagem competitiva ao se concentrar em operações de crédito mais arriscadas dentro de cada classe de ativos, uma vez que o capital regulatório seria menor que o capital econômico.

Desta forma, haveria incentivos no sistema para que as instituições menores se concentrassem nas operações mais arriscadas, no entanto, sem dispor do capital regulatório e das técnicas de gestão de risco necessárias para lidar com esse maior nível de risco. Essas instituições estariam expostas a um risco maior do que aquele refletido pelo seu nível de capital regulatório, aumentando a fragilidade do sistema como um todo.

De forma semelhante a esse argumento, Hakenes & Schanabel (2005) destacam uma possível fragilização das instituições menores. Como os grandes bancos, para um mesmo tipo de operação de crédito, seriam beneficiados por uma maior rentabilidade em relação aos bancos menores em virtude da alocação de um capital regulatório menor por conta do uso de modelos internos, eles poderiam tentar captar mais depósitos pagando taxas maiores aos aplicadores. Por seu lado, os bancos menores, a fim de manter suas fontes de captação, seriam

estimulados a privilegiar projetos mais arriscados que apresentassem rentabilidade maior de forma a poder aumentar as taxas pagas aos depositantes. Por meio desse processo, a fragilidade financeira das instituições bancárias menores seria aumentada, afetando o sistema como um todo.

Se assumirmos que as empresas de menor porte tendem a manter um importante relacionamento de crédito com bancos médios e pequenos, o estímulo dessas instituições bancárias a projetos mais arriscados faria com que as empresas com os projetos mais eficientes e, conseqüentemente, menos rentáveis tivessem suas fontes de crédito restringidas, configurando mais uma consequência indesejada.

Hakenes & Schanabel (2005) apontam alguns caminhos para enfrentar as consequências indesejadas de um tratamento assimétrico entre grandes e pequenos bancos. A primeira seria procurar meios de reduzir os custos fixos da abordagem IRB de forma que sua implantação seja viável para os bancos menores. A segunda alternativa seria subsidiar a implantação da abordagem IRB para as instituições bancárias menores. O terceiro caminho seria estimular a cooperação entre bancos pequenos de forma a reduzir os custos de implantação da abordagem IRB.

Fluxos de capitais a países em desenvolvimento

No que se refere aos países em desenvolvimento, alguns autores sustentam que Basileia II poderia gerar um aprofundamento das restrições de crédito a esse grupo de países. Esse receio estaria diretamente relacionado à expectativa de que, com a implantação de Basileia II, ocorreria uma elevação substancial dos níveis de capital regulatório e, conseqüentemente, dos *spreads* associados às operações de crédito para tomadores com piores *ratings* (inferiores ou iguais a “BB-”). Uma vez que esse tipo de tomador de crédito está concentrado nos países em desenvolvimento, conseqüentemente esses países seriam prejudicados com a implantação de Basileia II (Griffith-Jones & Persaud, 2006).

Em contraposição, Basileia II tenderia a gerar uma redução substancial dos níveis de capital regulatório e *spreads* nas operações de crédito para tomadores com melhores

ratings (superiores ou iguais a “BB”), os quais estão desproporcionalmente localizados nos países desenvolvidos.

Ambas as tendências podem ser constatadas ao se observar os Quadros 4 e 5. O primeiro desses quadros apresenta estimativas sobre a variação dos capitais regulatórios e *spreads* nas operações de crédito soberano de acordo com o *rating* do tomador. Para alguns tomadores, estimava-se que os *spreads* subiriam mais de dois mil pontos, enquanto que, para outros, seriam reduzidos em até 42 pontos. O segundo quadro apresenta estimativas de variação nos níveis de capital regulatório para empréstimos concedidos a grandes empresas. Conforme pode se observar, para algumas empresas, o nível de capital regulatório seria reduzido para 14% do nível original. Já para outras, haveria uma elevação para 360%.

Quadro 4 - Estimativa dos Impactos do IRB sobre Capital Requerido e Spreads de Tomadores Soberanos

Rating	Capital requerido por \$100	Mudança Estimada no Spread(*)
A+	1,18	-42,65
A	1,89	-38,22
A-	1,89	-38,22
BBB+	2,96	-62,96
BBB	4,03	-49,68
BBB-	5,04	-36,97
BB+	5,61	-119,56
BB	7,76	-11,92
BB-	8,86	43,24
B+	11,79	331,38
B	19,08	969,78
B-	21,31	1165
CCC	31,33	2041,13

(*) Estimativa na mudança no spread necessária para gerar retornos ajustados ao risco obtidos no Acordo existente.

Fonte: Weder & Wedow (2002) *apud* Griffith-Jones & Persaud (2006).

Quadro 5 - Estimativas de Mudanças na Ponderação de Risco de Corporações

Rating	Probabilidade de Default (PD)	Ponderação de Riscos de Corporações (aproximada) (*)	Capital Requerido por \$100 (**)
AAA	0,000		
AA+	0,000		
AA	0,000		
AA-	0,030	14,75%	1,28
A+	0,020		
A	0,050	20,03%	1,60
A-	0,050	20,03%	1,60
BBB+	0,120	30,20%	2,42
BBB	0,220	50,00%	4,00
BBB-	0,350	60,00%	4,80
BB+	0,440	67,00%	5,36
BB	0,894	90,00%	7,20
BB-	1,330	110,00%	8,80
B+	2,910	140,00%	11,20
B	8,380	210,00%	16,80
B-	10,320	260,00%	20,80
CCC	21,320	360,00%	28,80

(*) As porcentagens são relativas em nível de requerimentos atual, de 8% do capital. Assim, uma estimativa de 200% corresponde a requerimentos de capital de 16% do valor do empréstimo.
(**) Relativo ao valor corrente de \$8.

Fonte: BCBS (2003) *apud* Griffith-Jones & Persaud (2006).

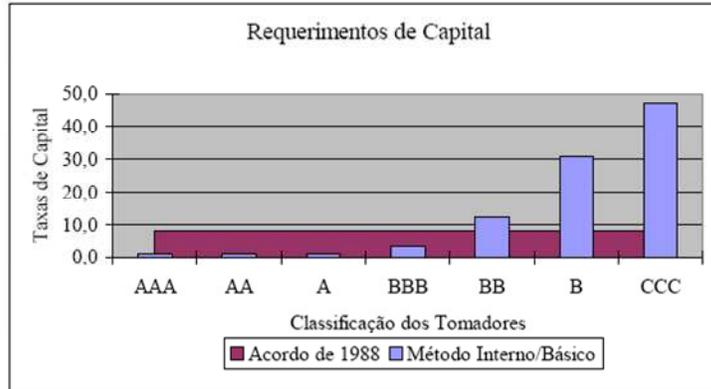
No Quadro 6 é apresentada uma comparação entre os níveis de capital regulatório exigidos por Basileia I nas operações de crédito para corporações e os respectivos níveis previstos em Basileia II, tanto na abordagem padronizada, quanto na abordagem IRB básica. Percebe-se claramente que quanto mais avançado o método de mensuração de riscos, maiores seriam os benefícios associados a créditos para empresas bem avaliadas e maiores seriam as desvantagens associadas a créditos para empresas mal avaliadas. Comparação semelhante pode ser observada na Figura 2.

Quadro 6 - Requerimentos de Capital (Exposições a Corporações)

	Acordo Atual	Método Padronizado	Método Interno/Básico
AAA	8,00	1,60	1,13
AA	8,00	1,60	1,13
A	8,00	4,00	1,13
BBB	8,00	8,00	3,61
BB	8,00	8,00	12,35
B	8,00	12,00	30,96
CCC	8,00	12,00	47,04

Fonte : Jackson, P. *et al* (1999) *apud* Mendonça (2002).

Figura 2 – Requerimentos de Capital



Fonte: Jackson (2001) apud Mendonça (2002).

De acordo com Griffith-Jones & Persaud (2006), a análise dos potenciais impactos de Basileia II sobre os fluxos de crédito permitiria identificar “vencedores” e “vencidos”. Os vencedores seriam os bancos maiores e mais sofisticados, bem como as grandes empresas com melhores *ratings*. De outro lado, os “vencidos” seriam compostos por tomadores de crédito (governos, empresas etc.) mal avaliados. Tendo em vista que os “vencidos” estão localizados desproporcionalmente em países em desenvolvimento, os autores concluem que um importante perdedor em Basileia II seria o mundo em desenvolvimento.

A consequência mais direta desse impacto negativo sobre as nações em desenvolvimento viria do aumento dos *spreads* em combinação com a redução dos volumes de crédito. Isso porque, na medida em que tomadores com piores *ratings* representam riscos maiores de inadimplimento, os requerimentos de capital regulatório seriam mais elevados. Requerimentos maiores de capital representariam, por sua vez, custos mais elevados, o que acabaria levando a *spreads* maiores. Além disso, é possível que as instituições bancárias internacionais viessem a adotar uma postura ainda mais conservadora, reduzindo os volumes de crédito ofertados a esses países ou adotando perfis de risco extremamente conservadores para as empresas aí situadas. Isso decorreria do fato dos países em desenvolvimento geralmente apresentarem uma menor

proporção de empresas avaliadas por agências de *rating*, bem como uma menor disponibilidade de informações necessárias à realização dos cálculos previstos nos modelos internos de risco.

Os defensores de Basileia II argumentam que uma eventual elevação dos *spreads* para tomadores com piores *ratings* seria meramente o resultado de uma melhor medição da realidade. Esses diferenciais de risco (para mais ou para menos) captados pelos modelos já existiriam independentemente da adoção de Basileia II, só que não estariam sendo captados pelos métodos de mensuração previstos na estratégia de regulação até então vigente. Nesse sentido, o Acordo de 2004 representaria uma medida de justiça, uma vez que os novos métodos apontariam para custos de concessão de crédito mais fiéis aos reais riscos representados pelos tomadores.

Uma contraposição a esse tipo de argumento é que a metodologia de mensuração de risco prevista em Basileia II tenderia a superestimar os riscos associados à diversificação internacional das operações de crédito entre países desenvolvidos e países em desenvolvimento (Griffith-Jones & Persaud, 2006). Os níveis de risco calculados pelos modelos internos não espelhariam fielmente a realidade, contrariamente ao que é alegado pelos defensores da atual formatação de Basileia II, uma vez que não estariam sendo incorporados os benefícios da diversificação internacional de crédito, os quais teriam origem nos menores coeficientes de correlação entre economias desenvolvidas e economias em desenvolvimento (Quadros 7, 8 e 9).

Quadro 7 – Correlação entre Desenvolvidos/Desenvolvidos e Desenvolvidos/“em Desenvolvimento”

Variável	Período	Frequência	Coefficiente de Correlação Médio Desenvolvidos/Desenvolvidos	Coefficiente de Correlação Médio Desenvolvidos/em Desenvolvimento	Teste de Hipótese (H0: Mx=My)
Sindicalizados ⁽¹⁾	1993-2002	Mensal	0,37	0,14	3,33 (3,29) ⁽⁹⁾
ROA ⁽²⁾	1988-2001	Anual	0,1	-0,08	4,4 (3,29) ⁽⁹⁾
ROC ⁽³⁾	1988-2001	Anual	0,14	-0,11	6,92 (3,29) ⁽⁹⁾
GDP ⁽⁴⁾	1985-2000	Semestral	0,44	0,02	9,08 (3,29) ⁽⁹⁾
GDP HP ⁽⁵⁾	1950-1998	Anual	0,35	0,02	9,41 (3,29) ⁽⁹⁾
STIR ⁽⁶⁾	1985-2000	Semestral	0,72	0,23	11,09 (3,29) ⁽⁹⁾
STIRR ⁽⁷⁾	1985-2000	Semestral	0,66	0,22	10,93 (3,29) ⁽⁹⁾
GBI-EMBI ⁽⁸⁾	1991-2002	Diária	0,78	0,53	5,45 (3,29) ⁽⁹⁾
GBI-EMBI	1991-1997	Diária	0,9	0,74	4,64 (3,29) ⁽⁹⁾
GBI-EMBI	1998-2002	Diária	0,42	0,09	5,87 (3,29) ⁽⁹⁾
IFCICOMP	1990-2000	Diária	0,58	-0,15	7,83 (3,29) ⁽⁹⁾
IFCGCOMP	1990-2000	Diária	0,58	-0,17	8,06 (3,29) ⁽⁹⁾

(1) Spreads de Empréstimos Sindicalizados; (2) Retorno sobre Ativos; (3) Retorno sobre Capital de nível 1; (4) Taxa de Crescimento do PNB; (5) Decomposição do PNB por Hodrick-Prescott; (6) Taxa de juro nominal de curto prazo; (7) Taxa de juro real de curto prazo; (8) Índice Global de Títulos; (9) Valor Crítico de 0,05% teste monocaual (entre parênteses).

Fonte: Griffith-Jones & Persaud (2007).

Quadro 8 - Matriz de Correlação - Correlações Diárias entre Retornos de Mercados Acionários de Emergentes e Desenvolvidos - 1992-2002

Retornos de 1 semana			Retornos de 3 semanas		
	Emergente	Desenvolvido		Emergente	Desenvolvido
Emergente	0,0008	0,0003	Emergente	0,4274	-0,0132
Desenvolvido	0,0003	0,0004	Desenvolvido	-0,0132	0,0745

Fonte: Bloomberg, State apud Griffith-Jones & Persaud (2007).

Quadro 9 – Coeficientes de Correlação e Teste de Hipótese - Dados de um Grande Banco Internacional Diversificado

Variável	Período	Frequência	Coefficiente de Correlação Médio Desenvolvidos/Desenvolvidos	Coefficiente de Correlação Médio Desenvolvidos/em Desenvolvimento	Teste de Hipótese (H0: Mx=My)
Empréstimos em <i>default</i>	1998-2002	Anual	0,71	-0,19	3,09 (1,86) ⁽¹⁾
Provisões	1998-2002	Anual	0,55	-0,14	2,14 (1,86) ⁽¹⁾

(1) Valor Crítico de 5% teste monocaual (entre parênteses).

Fonte: Griffith-Jones & Persaud (2007).

No Quadro 10 são apresentados os resultados de um exercício de mensuração dos benefícios trazidos pela diversificação internacional de crédito. Observa-se que as perdas não esperadas de uma carteira diversificada apenas entre países desenvolvidos seriam 23% maiores

que as de uma carteira diversificada entre países desenvolvidos e países em desenvolvimento. Já o Quadro 11 demonstra que esses benefícios tenderiam a se manter mesmo em períodos de crise.

Quadro 10 – Comparação entre Carteiras Globalmente Diversificadas e não Diversificadas

1. Divresificado Desenvolvido/ em Desenvolvimento			2. Diversificado Desenvolvido			Diferença percentual
Exposição Total = 117.625.333			Exposição Total = 117.625.333			
Percentil	Perda de Valor	Perda não esperada (%)	Percentil	Perda de Valor	Perda não esperada (%)	
99,8	22.595,31	19,21	99,8	27.869,35	23,69	23,34

Fonte: Griffith-Jones & Persaud (2007).

Quadro 11 – Correlações em Períodos de Crise – Desenvolvidos/Desenvolvidos e Desenvolvidos/em Desenvolvimento

A – Spreads de Empréstimos Sindicalizados em Períodos de Crise					
Linha	Sindicalizados	Total das Séries Temporais	Abr./94 a Jan./99	Abr./94 a Abr./95	Mar./97 a Abr./98
1	Correlação Média (Desenvolvidos/em Desenvolvimento)	0,141	0,129	0,087	0,229
2	Correlação Média (Desenvolvidos/Desenvolvidos)	0,375	0,135	0,143	0,479
3	Taxa de Correlação Média	0,375	0,954	0,609	0,477
4	Taxa de Volatilidade	1,739	2,771	4,300	2,514
B – GBI e EMBI em Períodos de Crise					
Linha	GBI-EMBI+	Total das Séries Temporais	Abr./94 a Jan./99	Abr./94 a Abr./95	
1	Correlação Média (Desenvolvidos/em Desenvolvimento)	0,532	0,397	0,698	
2	Correlação Média (Desenvolvidos/Desenvolvidos)	0,783	0,571	0,823	
3	Taxa de Correlação Média	0,679	0,694	0,849	
4	Taxa de Volatilidade	1,656	2,400	1,716	
C – PNB em Períodos de Crise					
Linha	GDP HP	Total das Séries Temporais	Abr./94 a Jan./99		
1	Correlação Média (Desenvolvidos/em Desenvolvimento)	0,020	0,114		
2	Correlação Média (Desenvolvidos/Desenvolvidos)	0,351	0,409		
3	Taxa de Correlação Média	0,056	0,279		
4	Taxa de Volatilidade	1,696	2,256		

Fonte: Griffith-Jones & Persaud (2007).

Favorecimento a grandes empresas

Gottschalk & Sodré (2007) sustentam que Basileia II tenderia a estimular uma concentra o da carteira de crédito dos bancos em torno das grandes empresas, podendo gerar um

aumento do risco sistêmico em função do risco de concentração²⁷. O argumento para isso é que, do ponto de vista estatístico, a diversificação de operações de crédito entre grandes, médias e pequenas empresas tende a levar a uma redução de riscos da carteira de crédito como um todo, apesar dos riscos do segmento de pequenas e médias empresas serem maiores comparativamente aos do segmento de grandes empresas, considerando-se cada segmento isoladamente.

Os autores afirmam que Basileia II poderia desencadear três efeitos sobre o sistema bancário, afetando de forma negativa o crédito às pequenas e médias empresas e aos mais pobres: concentração da carteira de crédito em torno das grandes empresas, concentração bancária e aumento dos efeitos pró-cíclicos. Segundo os autores, como as informações necessárias à análise de crédito usualmente estariam mais disponíveis em relação às grandes empresas do que em relação às médias e pequenas, haveria uma tendência dos bancos preferirem operar com as primeiras em detrimento das segundas. Além disso, as operações com as grandes empresas costumariam ser mais sofisticadas e de valores mais elevados, proporcionando ganhos de escala e rentabilidade mais elevada. O mesmo raciocínio aplicar-se-ia aos mais ricos em relação aos clientes mais pobres. Por seu lado, como visto acima, a concentração bancária poderia levar à redução do número de bancos e ao aumento do tamanho médio da instituição bancária, o que acabaria por reforçar a tendência anterior, em prejuízo das pequenas e médias empresas e dos mais pobres. Segundo eles, o uso generalizado dos mesmos tipos de modelos internos leva ao aumento da pró-ciclicidade, da volatilidade e da instabilidade financeira, prejudicando mais aqueles que são mais frágeis financeiramente, no caso, as pequenas e médias empresas e os mais pobres.

Por fim, os autores listam algumas medidas que poderiam minorar os efeitos de Basileia II: (a) utilização de um fator de equalização de forma a reduzir possíveis disparidades no nível de capital dos bancos que adotarem os modelos internos de mensuração de risco em relação aos demais; (b) adoção de um método para suavizar a curva de risco no sentido de mitigar os riscos de concentração das carteiras de crédito; (c) incentivo ao uso de diferentes modelos pelos

²⁷ Em razão do risco de concentração em torno de grandes empresas e, principalmente, por pressão dos representantes da Alemanha, Basileia II teria previsto um tratamento menos desfavorável às pequenas e médias empresas. Nesse sentido, cabe mencionar que, segundo Griffith-Jones & Persaud (2006), a razão para a atuação da Alemanha em favor das pequenas e médias empresas foi motivada pela importância que esse tipo de empresa representa em sua economia.

diversos bancos, a fim de reduzir os efeitos pró-cíclicos do crédito e o risco sistêmico (Gottschalk & Sodré, 2007).

Excessiva complexidade

Para Carvalho (2005b), Basileia II parece ser uma estratégia regulatória excessivamente complexa e onerosa, sem proporcionar garantias de que os sistemas bancários se tornariam, de fato, mais sólidos e estáveis. Segundo o autor, Basileia II aumentaria dramaticamente as responsabilidades do órgão de supervisão bancária. O Pilar 2, em especial, havia sido estabelecido de uma forma muito vaga, deixando um grande grau de subjetividade para a atuação da autoridade supervisora. Por seu lado, os bancos tenderiam a recrutar profissionais altamente especializados e bem remunerados (*rocket-scientist risk managers*, nas palavras do próprio autor), para desenvolverem os modelos internos de mensuração de risco. Desta forma, a tarefa de examinar e validar adequadamente esses modelos internos demandaria uma grande qualificação profissional por parte dos supervisores, além de requerer uma permanente atualização em razão das constantes inovações financeiras. Em face dessa situação, correr-se-ia o risco dos supervisores bancários tornarem-se pequenos tiranos, impondo restrições injustificadas ou, em outro extremo, de sentirem-se intimidados pela complexidade da tarefa, passando simplesmente a ratificar quaisquer coisas que lhes fossem apresentadas.

Visão de mundo por trás de Basileia II e III

Apesar de Basileia III não ter sido originado de uma ampla discussão dos alicerces teóricos que embasaram a elaboração dos dois primeiros acordos, é importante destacar que o terceiro Acordo de Capitais trouxe algumas mudanças importantes do ponto de vista do atual paradigma de regulação bancária prudencial.

Os dois primeiros acordos (Basileia I e II) foram concebidos de maneira que a alocação de capital regulatório era o “caminho único” em termos de estratégia regulatória

prudencial. A alocação de capital regulatório era, até então, sinônimo de garantia de solidez e estabilidade do sistema. Como já mencionado, o argumento utilizado era de que, se os bancos dispusessem de capital regulatório em montante suficientemente adequado, as eventuais perdas não esperadas que surgissem para as instituições poderiam ser cobertas por esse capital, evitando-se a insolvência da instituição bancária e o socorro estatal com dinheiro público.

Essa estratégia regulatória, subjacente aos dois primeiros acordos, representou uma ruptura com a estratégia anterior focada em liquidez. Nas bases dessa estratégia de centrar a regulação prudencial na alocação de capital regulatório calculado com base em riscos estava a crença na capacidade das instituições bancárias de calcular de forma eficaz os riscos aos quais estavam de fato expostas. Como já discutido no primeiro capítulo, esse cálculo só é possível, do ponto de vista teórico, se a “visão de mundo” que embasa essa abordagem for de um mundo ergódico, em que não há a presença de incerteza fundamental, mas apenas de risco. Só em um mundo ergódico seria possível construir distribuições probabilísticas únicas, aditivas e confiáveis de forma que os dados passados pudessem servir de indicadores confiáveis sobre os eventos futuros.

Ao prever a exigência de dois índices de liquidez pelas instituições bancárias, o que se observa em Basileia III é o retorno de elementos da antiga estratégia regulatória focada em liquidez, que havia sido descartada por Basileia I. Nesse sentido, Basileia III sinaliza dois novos caminhos: (i) reconhece a importância do tratamento do risco de liquidez para a garantia da solidez das instituições bancárias individuais e do sistema bancário como um todo e (ii) estabelece uma forma alternativa de enfrentamento de riscos bancários que não passa pela estratégia de alocação de capital regulatório. Desta forma, a criação de índices de liquidez representaria um complemento à estratégia do “caminho único” de enfrentar os riscos bancários por meio da alocação de capital regulatório.

Outro elemento inovador, relativamente aos dois primeiros acordos, trazido por Basileia III, foi a criação de um índice geral de alavancagem. Distanciando-se igualmente da estratégia do “caminho único”, esse requisito regulamentar também não se baseia na exigência de requerimento de capital regulatório calculado com base em ativos ponderados pelos riscos. Esse

índice de alavancagem toma como referência o total das exposições, sem ponderá-lo pelo risco. Procura-se evitar, assim, que um eventual dimensionamento inadequado dos riscos leve a uma alavancagem excessiva da instituição, como revelaram as lições da crise de 2007-2008.

Cabe observar que por trás desse novo índice de alavancagem parece estar certa desconfiança com a essência da estratégia regulatória dos dois primeiros Acordos de Basileia. A alocação de capital regulatório para os riscos tratados no Pilar 1 de Basileia II (crédito, mercado e operacional), além de representar um colchão de recursos para suportar perdas não esperadas, deveria atuar na prática como um limitador da alavancagem da instituição dentro de níveis considerados seguros. No entanto, esse limitador só funcionaria adequadamente se os bancos fossem de fato capazes de mensurar corretamente os seus riscos. Com a criação de um índice simples de alavancagem, dissociado de ponderações de risco, sinaliza-se que não há mais tanta confiança na capacidade dos bancos de mensurar adequadamente os riscos por eles incorridos. Passa-se a exigir agora um segundo mecanismo de controle sobre o grau de alavancagem das instituições bancárias, que se sobrepõe ao primeiro. Cabe destacar que, ao utilizar uma forma de cálculo mais simples que a abordagem baseada em ativos ponderados pelo risco, esse mecanismo de limitação do grau de alavancagem tende a ser mais eficaz e a permitir um melhor controle pelas autoridades supervisoras.

Como já mencionado, apesar dessas mudanças, os alicerces conceituais de Basileia III seguem basicamente os mesmos. A abordagem teórica que embasou os acordos de 1988 e 2004 continua presente em Basileia III. O arcabouço teórico neoclássico, fundado em uma visão de mundo em que a incerteza pode ser reduzida a cálculos probabilísticos a partir de um mundo considerado como ergódico, continua a embasar a avaliação de que os agentes de mercado têm condições de avaliar adequadamente os riscos aos quais estão expostos, dispensando em grande medida a regulação estatal. Ao Estado restaria o papel secundário de garantir que as imperfeições de mercado sejam mitigadas e as assimetrias de informação reduzidas.

Nesse sentido, as mencionadas medidas trazidas por Basileia III representariam apenas um complemento à estratégia regulatória dos dois primeiros acordos. Apesar de fazer importantes concessões relativamente a outras estratégias de regulação prudencial, Basileia III

não traz maiores rupturas em relação ao atual paradigma de regulação bancária prudencial inaugurado em 1988.

2.8.Considerações finais

Como discutido na primeira parte do capítulo, os bancos desempenham um duplo papel na economia: de um lado, são empresas capitalistas como outras quaisquer sujeitas à lógica de valorização do capital e, de outro, são empresas específicas que fornecem um bem público de natureza essencial à dinâmica da economia, a moeda bancária.

Assim como qualquer empresa capitalista inserida em um ambiente econômico marcado pela incerteza fundamental, os bancos possuem preferência pela liquidez. Além disso, os bancos agem com base em um processo de formação de expectativas em que as *convenções* desempenham papel importante. Tendo em vista as bases precárias sobre as quais os agentes econômicos formam suas expectativas, os bancos, assim como os demais agentes, tendem a assumir posturas excessivamente otimistas nas fases de expansão dos ciclos econômicos e posturas excessivamente pessimistas nas fases de retração econômica. Devido ao papel central que os bancos desempenham nas economias capitalistas, esse comportamento pró-cíclico acaba por intensificar a amplitude dos ciclos econômicos. Nas fases ascendentes do ciclo, os bancos tendem a aumentar demasiadamente as operações de concessão de crédito, retroalimentando a expansão econômica. Em sentido inverso, nas fases descendentes do ciclo, os bancos tendem a restringir excessivamente a concessão de crédito, ampliando a retração econômica.

Em uma economia capitalista, os bancos, além de administrarem dinamicamente os dois lados de seus balanços, do ponto de vista da composição de seus portfólios, procuram conciliar a lucratividade das alternativas de aplicação dos recursos captados com sua escala de preferência pela liquidez. Dessa conciliação entre lucratividade e preferência pela liquidez dependem as condições de oferta de crédito e criação de depósitos bancários e, conseqüentemente, a oferta agregada de moeda, a qual se torna, assim, parcialmente endógena.

Por serem decisivos para a oferta de moeda, os bancos ocupam uma posição especial em uma economia monetária de produção. O comportamento dos bancos tem impacto fundamental sobre as condições de liquidez e financiamento desse tipo de economia e, conseqüentemente, sobre os gastos dos agentes. Afetam, assim, não só o lado monetário da economia, mas também suas variáveis reais, tais como o produto, a renda e o emprego.

A partir do adequado entendimento do papel dos bancos no processo de concessão de crédito e, conseqüentemente, de oferta da moeda bancária, bem como na operação do principal sistema de pagamentos da economia, procurou-se evidenciar o motivo pelo qual os bancos são submetidos a uma intensa regulação estatal. Por meio dessa regulação, procura-se estabelecer regras não só para os processos de entrada e saída de empresas no sistema bancário, mas também a forma como os negócios devem ser geridos por cada banco individualmente. A finalidade dessa intervenção é tentar evitar que uma gestão inadequada leve o banco à falência e a uma eventual crise sistêmica, tendo em vista os fenômenos de *contágio* e *risco sistêmico*.

Nesse mesmo sentido, a concorrência bancária também é objeto de forte regulação estatal. Regulando as condições de concorrência, almeja-se evitar que o processo concorrencial inerente às economias capitalistas adquira, no setor bancário, características prejudiciais à estabilidade do sistema, evitando-se, assim, que os bancos sejam estimulados a assumir riscos que não estejam aptos a lidar.

Do ponto de vista histórico, os Acordos de Basileia representam uma inovação em termos de estratégia de regulação prudencial dos sistemas bancários. Cabe destacar que os dois primeiros acordos, Basileia I (1988) e Basileia II (2004), foram elaborados em um período marcado pelo aprofundamento do processo de globalização financeira. Uma importante inovação trazida pelos Acordos de Basileia foi substituir a antiga estratégia regulatória com foco em liquidez por uma nova estratégia baseada na exigência de capital regulatório calculado a partir de ativos ponderados pelo risco.

Procurou-se ressaltar que o arcabouço teórico que embasou a elaboração desses acordos está fundado em uma “visão de mundo” na qual a incerteza pode ser reduzida a risco e tratada por meio do cálculo probabilístico. Além disso, nessa concepção teórica, o mundo é

ergódico e a *teoria dos mercados eficientes* é considerada relevante em termos de modelo representativo da realidade de funcionamento dos mercados financeiros. Nesse sentido, acredita-se que a partir de métodos estatísticos aplicados aos dados presentes e passados, os bancos seriam capazes de calcular com significativa segurança os riscos relativos aos cenários futuros de forma a constituir dois montantes de recursos: um montante para cobrir as perdas esperadas (provisões) e outro para cobrir as perdas não esperadas (capital regulatório). Desta forma, seria possível aos bancos arcar com eventuais perdas futuras sem comprometer sua solvência e sem necessitar do socorro do prestador de última instância.

Além disso, de acordo com essa estratégia regulatória, os bancos seriam desestimulados a assumir riscos excessivos uma vez que seus acionistas seriam obrigados a manter montantes significativos de capital próprio aplicados no negócio. A possibilidade de perda do capital dos acionistas levaria os administradores das instituições bancárias a adotar posturas mais prudentes, bem como a aprofundar o conhecimento e tratamento dos riscos aos quais os bancos estão expostos.

Conforme analisado, a desregulamentação dos mercados financeiros e o aumento da concorrência entre instituições bancárias e não bancárias geraram incentivos à adoção de inovações financeiras, o que foi favorecido pelos avanços tecnológicos na área de informática e telecomunicações. O desenvolvimento dos mercados de derivativos e o processo de securitização de ativos financeiros são exemplos marcantes desse processo. Com o desenvolvimento de modelos internos de cálculo de capital econômico, muitos deles utilizando a metodologia VaR, disseminou-se a percepção de que, relativamente à autoridade de regulação e supervisão bancária, os bancos estariam muito mais aptos a entender toda a complexidade dos novos instrumentos financeiros, bem como o complicado emaranhado de inter-relacionamentos financeiros que se desenvolvia rapidamente entre os agentes de mercado. Essa percepção passou a ser um importante argumento usado pelos defensores da autorregulação dos mercados financeiros. Os derivativos, por exemplo, foram saudados à época como a grande solução para uma eficiente gestão de riscos, uma vez que permitiriam a transferência dos riscos para os agentes de mercado que estivessem mais preparados para lidar com eles.

Basileia I foi o começo da nova estratégia de regulação bancária prudencial, que pode ser analisada a partir de dois grandes componentes. O primeiro grande componente dessa nova estratégia seria a adequação de capital regulatório calculado a partir de ativos ponderados pelo risco. Mais à frente, com a Emenda de 1996, seria introduzido o segundo grande componente da nova estratégia: a aproximação da regulação bancária prudencial em relação às práticas de mercado, por meio do uso de modelos internos. Trazia-se, assim, para dentro da regulatória prudencial um importante elemento de autorregulação dos mercados.

Com Basileia II, esses dois grandes componentes da nova estratégia regulatória foram aprofundados. De um lado, passou-se a exigir requerimentos de capital também para risco operacional, bem como para demais riscos por meio do Pilar 2. De outro, as *práticas de mercado* foram estendidas de forma a abarcar o uso de modelos internos para os riscos de crédito e operacional. Além disso, criou-se um pilar exclusivamente para a disciplina de mercado (Pilar 3), completando, assim, a aproximação da regulação prudencial em relação às práticas de mercado e à autorregulação.

Inicialmente, em Basileia I, a exigência de capital regulatório só abarcava um tipo de risco, o risco de crédito, e utilizava uma tabela predefinida de classes de ativos e fatores de ponderação de risco. Por ser excessivamente simples, esse método de cálculo de capital regulatório facilitou o desenvolvimento de operações indesejadas de arbitragem regulatória. Formavam-se, assim, as condições para sustentar um aprofundamento da nova estratégia regulatória em direção às *práticas de mercado*. A Emenda de 1996, ao permitir que o capital regulatório para risco de mercado fosse calculado com base em modelos estatísticos desenvolvidos pelas próprias instituições, fortaleceu a crença de que os mercados financeiros poderiam se autorregular.

As *práticas de mercado*, materializadas nos modelos estatísticos que as grandes instituições estavam desenvolvendo para fins de cálculo de risco e de capital econômico, teriam o poder de substituir com vantagens o Estado no papel de regulador e supervisor do sistema bancário. Começou-se a sustentar, inclusive, que, com o desenvolvimento dessa estratégia regulatória, o papel do Estado como prestador de última instância ficaria obsoleto. O

permanente jogo de “gato e rato” entre reguladores e regulados, em que as novas regras editadas pelo Estado-regulador tentam tutelar a atuação das instituições financeiras e estas, por seu lado, procuram contornar os limites impostos, parecia caminhar para uma superação. A autorregulação seria a solução. Cada instituição individualmente, incluindo seus acionistas, incorreria no ônus das perdas derivadas das operações malsucedidas. Não haveria mais a necessidade do Estado socorrer com dinheiro público as instituições bancárias em crise, uma vez que os próprios bancos disporiam de recursos para enfrentar eventuais perdas esperadas (provisões) e não esperadas (capital regulatório). Mesmo que um ou outro banco, a despeito da disciplina de mercado, não tivessem calculado adequadamente o capital regulatório necessário para enfrentar as perdas, a falência de uma ou algumas poucas instituições bancárias não seria suficiente para ameaçar a estabilidade do sistema como um todo, uma vez que os demais bancos disporiam de colchões de capital regulatório para mitigar a ameaça de contágio. O forte apelo retórico desse tipo de argumentação alimentava a força política da nova estratégia regulatória.

Basileia II foi o auge dessa estratégia de regulação prudencial. Ancorado em três pilares, seria permitido às instituições bancárias usar modelos internos para calcular o capital regulatório de três tipos de risco: crédito, mercado e operacional (Pilar 1). Os demais riscos deveriam ser tratados no âmbito do Pilar 2 por meio de requerimentos específicos de capital, conforme avançassem as técnicas de mensuração de risco desenvolvidas pelo próprio mercado financeiro. O segundo pilar seria destinado, ainda, ao órgão supervisor, ao qual caberia fazer a revisão dos modelos internos adotados pelas instituições bancárias. O Pilar 3 (disciplina de mercado) seria a peça final dessa engrenagem. A crença na autorregulação dos mercados só estaria completa se as assimetrias de informação fossem reduzidas e os demais agentes de mercado pudessem exercer a temida *disciplina de mercado* contra as instituições bancárias que não dispusessem de boas técnicas de gestão de risco e cálculo de capital regulatório²⁸.

Como visto, mesmo antes da crise financeira internacional de 2007-2008, alguns autores já apontavam potenciais efeitos colaterais de Basileia II. Uma das principais

²⁸ Um dos meios de se exercer a *disciplina de mercado* seria o efeito sobre os preços das ações da instituição bancária nas bolsas de valores. Tendo em vista a diretriz de gerar valor ao acionista, trazida no bojo do processo de financeirização da riqueza, os administradores da instituição bancária seriam “naturalmente” levados a implantar as técnicas de gestão de risco vistas como as mais adequadas pelos agentes de mercado.

preocupações dizia respeito ao caráter pró-cíclico da estratégia regulatória representada por Basileia II. Ao trazer, para dentro da regulação prudencial, a percepção de riscos dos agentes econômicos, seja por meio dos modelos internos, seja por meio dos *ratings* das agências de classificação de riscos, Basileia II estaria absorvendo a tendência dos agentes de exagerarem o otimismo, subestimando os riscos, na fase de expansão do ciclo econômico, e de se comportarem de forma excessivamente pessimista, superestimando os riscos, na fase de contração do ciclo. Esse efeito pró-cíclico seria alimentado, também, pelo comportamento de manada observado nos mercados financeiros. Outro elemento indutor do comportamento pró-cíclico de Basileia II seria o incentivo ao uso de modelos internos muito semelhantes entre si, conforme discutido. Por fim, os novos padrões contábeis internacionais, especificamente as regras de marcação-a-mercado, ajudariam a reforçar o caráter pró-cíclico da estratégia regulatória.

Outra preocupação dos críticos dizia respeito ao favorecimento das grandes instituições bancárias em detrimento das médias e pequenas, gerando novos incentivos ao processo de concentração bancária. Esse efeito decorreria do fato de Basileia II prever um modelo dual de cálculo de capital regulatório para risco de crédito dentro da esfera nacional de cada país: a abordagem padronizada e a abordagem baseada em modelos internos. Como a expectativa generalizada era a de que a abordagem de modelos internos, até pelo seu caráter facultativo, geraria reduções no cálculo de capital regulatório e só os grandes bancos estariam em condições de adotá-la, logo, apenas esse tipo de instituição tenderia a se beneficiar dessa redução de custo de capital regulatório. Esse fortalecimento da competitividade dos grandes bancos poderia representar um fator adicional de estímulo ao processo de concentração bancária, incentivando as fusões e aquisições.

Além disso, em face dos modelos internos, a carteira de crédito constituída pelos bancos menores representaria para os bancos maiores uma possibilidade de rentabilidade superior à rentabilidade percebida pelo banco que originalmente a constituiu. Desta forma, haveria um incentivo para a incorporação de bancos menores pelos bancos maiores. Adicionalmente, haveria um incentivo para um processo de concentração liderado pelos próprios bancos menores, na medida em que a fusão de dois ou mais bancos médios ou pequenos poderia

gerar uma instituição com massa crítica suficiente para a implantação da abordagem avançada e, desta forma, usufruir das respectivas reduções de capital regulatório.

Conforme discussão realizada, um aumento da concentração bancária poderia ser negativo para a própria estabilidade do sistema, uma vez que as instituições que sejam muito grandes para que se deixe quebrar (“*too big to fail*”) não são vistas como possuidoras dos incentivos mais adequados a uma boa gestão de riscos. Uma instituição com esse perfil e beneficiária de uma garantia implícita por parte do Estado teria o incentivo de buscar operações mais rentáveis e, normalmente, mais arriscadas, sabendo que, em caso de insolvência, o prestador de última instância atuaria para salvá-la.

Outra preocupação importante dos críticos com Basileia II dizia respeito à arbitragem regulatória. Como discutido, a abordagem padronizada de Basileia II para risco de crédito, semelhante ao método previsto em Basileia I, tem, de um lado, a característica de superestimar o capital regulatório das operações de crédito menos arriscadas comparativamente à forma de cálculo do capital econômico e, de outro, de subestimar o capital regulatório das operações mais arriscadas. Como os bancos menores tendem a permanecer na abordagem padronizada, estes teriam uma vantagem competitiva ao se concentrar em operações de crédito mais arriscadas, uma vez que o capital regulatório seria menor que o capital econômico. Já em relação às operações de crédito menos arriscadas, a tendência seria inversa. Desta forma, Basileia II poderia gerar incentivos para que as instituições bancárias menores se concentrassem nas operações mais arriscadas, fragilizando o sistema na medida em que essas instituições geralmente não dispõem das técnicas de gestão de risco mais adequadas para lidar com um maior nível de risco.

Outra preocupação dos críticos refere-se à concentração da carteira de crédito dos bancos em torno das grandes empresas e em torno dos agentes situados nos países mais desenvolvidos. Como visto, em Basileia II, a maior granularidade dos modelos internos tende a gerar uma natural elevação dos níveis de capital regulatório para tomadores com piores *ratings* e, conseqüentemente, um aumento dos custos das respectivas operações de crédito. Uma vez que esse tipo de tomador de crédito está concentrado nos segmentos de pequenas e médias empresas,

bem como nos países em desenvolvimento, conseqüentemente esses setores e esses países poderiam ser negativamente afetados com a implantação de Basileia II. Conforme discutido, especificamente em relação aos países em desenvolvimento, a não incorporação por Basileia II dos benefícios da diversificação internacional de crédito seria outro canal de prejuízos a esse tipo de país.

A crise financeira internacional de 2007-2008 representou um grande abalo na confiança em Basileia II como novo paradigma de regulação bancária prudencial. Justamente as grandes instituições bancárias de atuação internacional, que mais estavam avançadas no desenvolvimento de modelos internos de cálculo de capital (tanto econômico, quanto regulatório), foram as que mais sofreram com a crise. Algumas faliram, outras só não tiveram o mesmo destino em função da atuação do “*Big Bank*” e do “*Big Government*”. As agências de classificação de riscos, grandes parceiras dos mercados financeiros no processo de securitização de ativos e essenciais para a redução das assimetrias de informação, também tiveram sua credibilidade fortemente abalada. As relações incestuosas e os conflitos de interesse entre contratantes (bancos) e contratados (agências de classificação) foram expostos à opinião pública.

Com pacotes de ajuda e de estímulo econômico em magnitudes jamais vistas, os bancos centrais e os tesouros nacionais salvaram as instituições financeiras de um efeito dominó, seja realizando empréstimos de última instância ou comprando ativos financeiros pouco líquidos, seja garantindo um limite mínimo para a queda da demanda agregada. Evitou-se, assim, a configuração de uma espiral deflacionária, permitindo a formação das bases para um período de recuperação das finanças internacionais.

No entanto, passado o pior momento da crise, os ânimos reformadores mais radicais arrefeceram-se e o medo de uma depressão como a da década de 1930 foi suavizado. A comunidade financeira aproveitou esse momento para dar uma resposta às fortes críticas incorridas por Basileia II, introduzindo um conjunto amplo de medidas, tratadas sobre a forma de um novo Acordo de Capitais: Basileia III.

Basileia III trouxe várias medidas de significativa importância, de forma a atender, pelo menos em parte, as críticas a Basileia II, principalmente aquelas que haviam ficado

mais evidentes com a crise. Entre essas medidas, cabe destacar as que procuram enfrentar o caráter pró-cíclico de Basileia II (colchão de capital anticíclico, colchão de capital de conservação e índice geral de alavancagem), as que enfrentam o risco de liquidez (índices de liquidez LCR e NSFR), as que melhoram a qualidade do capital regulatório e as que preveem um tratamento mais rígido para os bancos sistemicamente importantes. Cabe destacar, também, que o Comitê de Basileia passou a admitir a importância de medidas de caráter macroprudencial, reconhecendo que o todo não é uma mera soma das partes, além de trazer novas medidas de caráter microprudencial.

Mesmo fazendo algumas importantes concessões em termos de estratégia regulatória, especialmente no que se refere ao risco de liquidez, o Comitê continuou defendendo as linhas mestras de Basileia II, centradas em seus dois grandes componentes: requerimentos de capital regulatório, de um lado, e práticas de mercado, representadas pelos modelos internos e pela disciplina de mercado, de outro. Reforçou-se, assim, a crença de que as *práticas de mercado* seriam capazes de tornar os sistemas bancários mais sólidos, estáveis e resistentes a crises.

Nesse sentido, cabe observar que o arcabouço teórico por trás de Basileia III continua o mesmo. Isso fica ainda mais claro na medida em que o próprio documento diz que Basileia III não substitui Basileia II, apenas o complementa. Como já mencionado, de acordo com a “visão de mundo” por trás dessa abordagem teórica, a incerteza pode ser reduzida a risco, os agentes são racionais e maximizadores de funções-utilidade bem definidas e os mercados são eficientes. Continua-se usando um modelo que pressupõe um mundo ergódico para tratar uma realidade que revela que o mundo não é ergódico.

Apesar dessas deficiências de base teórica, é razoável acreditar que, com as novas regras de Basileia III, a qualidade do capital regulatório melhore e que, pelo menos em um primeiro momento, os índices de alavancagem das instituições bancárias e os problemas de liquidez diminuam, bem como o caráter pró-cíclico de Basileia II seja atenuado.

No entanto, os problemas de fundo tendem a continuar os mesmos. Entre eles, podem ser mencionados: (i) a incerteza fundamental não pode ser redutível a risco; (ii) os agentes (incluindo os bancos) têm preferência pela liquidez e a moeda importa tanto no curto quanto no

longo prazo; (iii) os agentes econômicos agem a partir de expectativas formadas em bases precárias, exageram o otimismo nas fases de expansão econômica e o pessimismo nas fases de contração, e tendem a seguir convenções; (iv) as estruturas dos mercados estão em contínua transformação schumpeteriana, sendo que as inovações constituem o principal vetor de mudanças; (v) o uso de dados passados para antever o futuro é apenas uma convenção utilizada para se lidar com a incerteza fundamental; (vi) os riscos são muito mais correlacionados do que os cálculos estatísticos apontam e isso só é percebido em momentos de crise; (vii) os bancos são empresas capitalistas em busca da maior valorização possível de seu capital e, por isso, propensos a inovar e contornar as regras etc.

Como analisado ao longo dos dois primeiros capítulos, Keynes e a *Hipótese de Instabilidade Financeira* de Minsky representariam um melhor arcabouço teórico para se formular novas estratégias de regulação financeira, mais adequadas ao capitalismo contemporâneo. No entanto, uma forma de compreender a grande aceitação dos Acordos de Basileia como novo paradigma de regulação bancária prudencial é reconhecer que, a despeito das deficiências de natureza teórica e constitutiva, os acordos têm sido assimilados pelos agentes econômicos do mundo todo como uma importante *convenção financeira*, que atua como uma espécie de “prática social” redutora de incerteza. Nesse sentido, a adoção formal dos Acordos de Basileia por um país representa uma sinalização importante aos agentes de mercado na medida em que o padrão de regulação bancária adotado converge em relação às convenções aceitas por esses agentes.

Como mencionado, o processo de formação de expectativas dos agentes em uma economia monetária de produção ocorre em bases precárias uma vez que o mundo não é ergódico e a incerteza fundamental é uma característica marcante da realidade. Dentro do processo de formação de expectativas, a percepção de uma maior ou menor solidez do sistema bancário é fundamental, tendo em vista o papel central desempenhado pelo crédito bancário, pela moeda bancária e pelo sistema de pagamentos operado pelos bancos em uma economia capitalista financeiramente avançada.

Nos termos da discussão realizada no primeiro capítulo sobre incerteza e instituições formais (contratos) e informais (convenções), na medida em que os Acordos de Basileia são entendidos como um importante tipo de *convenção financeira*, esses acordos não podem ser simplesmente ignorados por um país, uma vez que a tendência é que os agentes os utilizem como sinalizadores da solidez e estabilidade dos sistemas bancários nacionais.

Nesse sentido, se um país adota as recomendações de Basileia, impondo a *convenção* de mercado a todos os agentes por meio de sua transformação em uma *instituição formal*, o sistema bancário desse país passa a ser visto como mais sólido e menos propenso a crises do que os sistemas bancários dos países que não seguem os Acordos de Basileia. Essa percepção de solidez do sistema bancário nacional tende a se traduzir em benefícios concretos, derivados de uma percepção menor de riscos, maiores fluxos de capital e *spreads* mais baixos.

Por essa razão, torna-se conveniente seguir esse tipo de convenção financeira enquanto ela perdurar e não for naturalmente substituída por uma nova convenção²⁹. Essa possível forma de interpretar os Acordos de Basileia a partir do conceito de *convenções financeiras* permite a elaboração de uma estratégia nacional de regulação prudencial dos sistemas bancários que, na aparência, não rompe com a convenção dominante, de forma que os benefícios de seguir-se essa *convenção* sejam plenamente capturados. No entanto, a consciência de que, de um lado, os Acordos de Basileia baseiam-se em um arcabouço teórico que é incapaz de lidar adequadamente com um mundo não ergódico e, de outro, que esses acordos constituem em grande medida uma *convenção financeira* utilizada pelos agentes de mercado para lidar com a incerteza, permite a cada país explorar os espaços de manobra inerentes à adoção dos acordos de forma a desenvolver uma estratégia de regulação nacional de fato mais adequada às necessidades e especificidades do país.

²⁹ A título de analogia cabe destacar que, conforme já tratado no primeiro capítulo, em mercados financeiros como as bolsas de valores, mesmo que os agentes acreditem que uma ação esteja excessivamente barata, mas a convenção dominante aponta no sentido oposto, a tendência é que o preço dessa ação continue a cair. Isso revela a força de uma convenção no processo de formação de expectativas dos agentes econômicos em um mundo marcado profundamente pela presença da incerteza fundamental.

3. SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO E OS ACORDOS DE BASILEIA

3.1.Introdução

O segundo capítulo foi dedicado à análise do atual padrão internacional de regulação bancária prudencial. Nesse sentido, primeiramente foi estudado o papel central que os bancos desempenham no funcionamento de uma economia capitalista e a razão de serem submetidos a uma forma de regulação especial e mais intensa, comparativamente aos demais setores da economia. Foi apresentado, em seguida, o atual padrão de regulação bancária prudencial, representado pelos Acordos de Basileia.

Neste terceiro capítulo, o objetivo é analisar as transformações do sistema bancário brasileiro desde 1994, dando especial destaque ao processo de concentração observado no setor. Em seguida, procura-se analisar a implantação dos Acordos de Basileia no país de forma a identificar os potenciais impactos sobre o processo de concentração, bem como sobre a solidez do sistema bancário nacional.

Tendo isso em vista, o capítulo está organizado, após esta introdução, em duas seções. A primeira destina-se a apresentar uma análise mais detalhada do processo de ajuste patrimonial das instituições bancárias brasileiras no período de 1994 a 2011, destacando-se o mencionado processo de concentração. A segunda seção tem por objetivo analisar a alteração do marco regulatório do sistema bancário a partir da introdução dos Acordos de Basileia no país. Na sequência, são apresentadas as considerações finais do capítulo.

3.2.A reestruturação do Sistema Bancário Brasileiro entre 1994 e 2011

Como visto no primeiro capítulo, uma das consequências mais importantes do fim do acordo de Bretton Woods, no início da década de 1970, foi a intensificação da instabilidade econômica em todo mundo, derivada, em grande medida, do fim do regime de taxas

fixas de câmbio e da intensificação da volatilidade de duas variáveis econômicas fundamentais: as taxas de câmbio e juros (Prates, 2002).

No Brasil, com a aceleração da inflação doméstica a partir do final dos anos 1970 e a interrupção dos fluxos internacionais de capitais no início dos anos 1980, em grande medida em função da moratória mexicana e da crise da dívida dos países do terceiro mundo, o país entrou em um longo período de forte instabilidade macroeconômica.

O instituto da correção monetária, criado originalmente em 1964, por meio da Lei 4.357, para fins de atualização tributária e para garantir a manutenção de juros reais pelos bancos em suas operações ativas e, desta forma, viabilizar o desenvolvimento financeiro da economia, acabou favorecendo o surgimento de um sistema de indexação generalizada de preços, bem como a manutenção da inflação em patamares elevados (Paula, 1997).

Nesse contexto de aprofundamento da instabilidade macroeconômica, os bancos brasileiros passaram a redirecionar suas fontes de receitas para o que veio a ser chamado de “ciranda financeira”. Em virtude da intensificação do processo inflacionário e do aumento das incertezas, parcelas crescentes da dívida pública passaram a ser financiadas no curtíssimo prazo, por meio do *overnight*. Em face de um cenário de forte instabilidade, as instituições bancárias tornaram-se especialistas na rolagem dos títulos públicos em prazos cada vez mais curtos. Adicionalmente, a aceleração do processo inflacionário permitiu aos bancos ganhar com a remuneração abaixo da inflação dos recursos captados de seus clientes, especialmente por meio das contas de depósito à vista. Com esse arranjo específico que vigorou no país durante a década de 1980 e início dos 1990, os bancos puderam enfrentar um ambiente econômico de forte instabilidade e de acirramento das incertezas, ao mesmo tempo em que sustentavam padrões históricos de alta rentabilidade (Oliveira, 2009).

Essa postura patrimonial flexível assumida por grande parte das instituições bancárias durante o período em questão foi fundamental para sua adaptação rápida e eficiente aos diferentes contextos macroeconômicos, aproveitando-se, inclusive, dos ciclos de crédito pós-1994 (Cintra, 2006). Com as operações ativas concentradas no curto prazo e contando com alto grau de liquidez, os bancos brasileiros têm conseguido ajustar-se rapidamente às reversões

abruptas dos negócios, além de obter altos níveis de rentabilidade, ao mesmo tempo em que reduzem a proporção das operações de crédito.

Transformações do sistema bancário pós-1994

A implantação do Plano Real, em julho de 1994, pôs fim a um longo período de elevadas taxas de inflação que vigorava no país desde o final dos anos 1970. Para o sistema bancário brasileiro, sua maior consequência foi a redução significativa de sua principal fonte de receitas, os elevados ganhos de *floating*, elemento de destacada importância para o funcionamento do sistema bancário nacional nos 15 anos anteriores. De acordo com cálculos do IBGE e da Andima trazidos por Freitas (2009a), com a redução das taxas inflacionárias, os ganhos com inflação para os bancos, que chegaram a representar 40% das receitas com a intermediação financeira nos anos iniciais da década de 1990, reduziram-se a 20,7% em 1994 e a 0,6% em 1995. Junto com essa alteração estrutural, o período posterior a 1994 foi marcado por outras mudanças no sistema bancário de destacada importância.

Segundo a autora, a nova dinâmica inflacionária, marcada pela relativa estabilidade dos preços, representou para as instituições bancárias uma profunda alteração em seu ambiente macroeconômico, explicitando, muitas vezes, desequilíbrios operacionais e patrimoniais que estavam, até então, mascarados pela inflação elevada. Desencadeou-se, assim, não só um processo de reestruturação patrimonial do sistema bancário, mas também de redefinição das estratégias concorrenciais dessas instituições.

Alguns bancos, particularmente os que apresentavam uma estrutura de custos inadequada, revelaram-se economicamente inviáveis no novo cenário de taxas de inflação relativamente baixas. Isso foi especialmente relevante para o segmento de instituições de menor porte. No entanto, instituições de maior porte, tais como os bancos Econômico, Nacional e Bamerindus, também vieram a sucumbir no novo cenário, não só pela explicitação de situações

de má gestão do risco de crédito, mas também por estratégias equivocadas de investimentos em empresas não financeiras do conglomerado econômico³⁰, bem como por situações de fraude.

O período que se seguiu à implantação do Plano Real foi marcado por um acentuado crescimento da demanda de crédito. A estabilidade monetária recém-adquirida trouxe consigo, em um primeiro momento, um clima de otimismo e euforia entre os agentes econômicos, aumentando de forma significativa a procura por crédito e dando início ao primeiro ciclo de crédito do período pós 1994 (Cintra, 2006).

Os bancos, por seu lado, motivados pela queda das receitas de *floating*, pela necessidade de revisar sua estrutura patrimonial e suas fontes de receitas e impelidos pela lógica concorrencial de manutenção/elevação das participações de mercado, expandiram rapidamente a oferta de crédito na economia. No entanto, Freitas (2009a) ressalta que os bancos brasileiros, após anos de grande foco nas operações de financiamento do setor público e nas receitas inflacionárias, estavam despreparados em termos de concessão de crédito e gestão do risco inerente. Tal situação fez aflorar graves desequilíbrios patrimoniais, levando as instituições mais frágeis a sucumbir, sendo, muitas vezes, absorvidas pelas instituições mais agressivas em termos de disputa de mercado.

Outros fatores decisivos para esse processo de fragilização das instituições menos aptas ao novo ambiente macroeconômico foram os sucessivos aumentos dos percentuais de recolhimento compulsório e das taxas de juros após julho de 1994. Como forma de conter a forte expansão da demanda agregada que se sucedeu à queda do patamar inflacionário, o governo adotou medidas com o intuito de frear o aumento do crédito e, com isso, conter a demanda agregada. Essas medidas, por seu lado, traduziram-se em aumento da inadimplência, agravando as dificuldades das instituições bancárias mais frágeis.

Esse processo de fragilização que se desenvolveu a partir do final de 1994 foi intensificado pelo aperto de liquidez promovido pelas grandes instituições bancárias varejistas. Essas instituições representavam as principais ofertantes de liquidez no mercado interbancário,

³⁰ Sob o conceito de “conglomerado financeiro” estão englobadas as empresas financeiras do grupo, enquanto que o conceito de “conglomerado econômico” engloba também as empresas não financeiras.

uma vez que possuíam amplas redes de captação de depósitos à vista e a prazo. As medidas restritivas do governo para conter a demanda agregada levaram a uma significativa reversão de expectativas entre os agentes econômicos. As grandes instituições varejistas começaram a restringir o repasse de liquidez para as instituições menores, além de direcionarem significativa parcela dos recursos captados para aplicações em títulos públicos, cuja rentabilidade havia sido beneficiada pelo aumento das taxas de juros.

Além disso, no final de 1994, os desdobramentos da crise mexicana trouxeram novos impactos sobre a economia nacional. Disseminou-se internacionalmente a percepção de que a crise poderia espalhar-se por toda a América Latina e, com isso, iniciou-se um processo de fuga de investidores estrangeiros. Associada ao aumento das importações, essa fuga intensificou a deterioração do balanço de pagamentos brasileiro. Juntamente com a preocupação com pressões inflacionárias advindas do forte crescimento da demanda agregada, o governo foi estimulado a interromper a queda das taxas de juros nominais, o que, em um cenário de queda acentuada das taxas de inflação, gerou um significativo aumento das taxas de juros reais. Além disso, o governo brasileiro elevou a 30% o compulsório dos depósitos a prazo.

Como destaca Freitas (2009a), o aumento dos juros e o crescimento da inadimplência mantiveram-se em trajetória fortemente ascendente até julho de 1996. Com isso, os bancos tornaram-se mais seletivos nas novas concessões de crédito, dificultando o processo de refinanciamento dos devedores não financeiros, bem como das instituições bancárias mais dependentes da liquidez obtida no mercado interbancário.

Esse cenário de incertezas quanto à capacidade do sistema financeiro de adaptar-se ao novo ambiente macroeconômico foi agravado pela insolvência do Banco Econômico, em agosto de 1995, e pela ausência à época de mecanismo institucional de seguro de depósitos. A concentração de liquidez e a disseminação de dúvidas quanto à solvência das instituições bancárias mais frágeis levaram os agentes econômicos a direcionar seus recursos a instituições vistas como mais sólidas, especialmente bancos públicos e bancos estrangeiros, em um processo conhecido como “fuga para a segurança”.

Diante desse quadro, o governo decidiu flexibilizar o compulsório e iniciar uma redução gradual dos juros. No entanto, a preferência pela liquidez dos bancos varejistas impediu a reativação do mercado interbancário, desencadeando um processo conhecido por “*empocamento da liquidez*”. Diante da manutenção das fortes incertezas, os grandes bancos varejistas preferiram manter seus recursos ociosos a incorrer no risco de repassá-los a instituições bancárias percebidas como mais frágeis e que poderiam tornar-se insolventes a qualquer momento.

Nesse contexto, o Bamerindus e o Banco Nacional, que já enfrentavam problemas antes mesmo da implantação do Plano Real, viram sua situação agravar-se com a dificuldade de captar recursos no interbancário. Paralelamente ao uso do redesconto junto ao BCB, esses bancos estavam sendo financiados pelo Banco do Brasil e pela Caixa Econômica Federal, os quais, na prática, desempenhavam um papel típico de *emprestador de última instância*.

Com a iminência da insolvência do Banco Nacional, o governo editou, em 3 de novembro de 1995, por meio da Medida Provisória 1.179, o *Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional* (Proer). Esse programa representou uma das mais importantes estratégias nacionais de enfrentamento da crise de solvência que ameaçava várias instituições do sistema bancário brasileiro. Por meio do Proer, o processo de aquisição, pelos bancos privados, da parcela solvente das carteiras de crédito das instituições bancárias em dificuldades foi financiado com recursos públicos. Em relação aos débitos irrecuperáveis das carteiras dessas instituições, coube ao BCB absorvê-los. Desta forma, entre 1995 e 1997, o BCB destinou ao sistema bancário recursos da ordem de R\$ 20,3 bilhões.

Junto com a regulamentação do Proer, em 16 de novembro de 1995, o governo instituiu o mecanismo nacional de seguro de depósitos, chamado de *Fundo Garantidor de Crédito* (FGC). Constituído a partir de contribuições do próprio sistema financeiro, esse fundo destinava-se a garantir aos depositantes o recebimento dos recursos de depósitos à vista e a prazo, bem como os provenientes de poupança, letras de câmbio e letras hipotecárias, até o valor de R\$ 20 mil por pessoa. Cabe destacar que o FGC foi instituído de forma a garantir retroativamente as

situações envolvendo instituições sob a intervenção do BCB desde a implantação do Plano Real. Posteriormente, em setembro de 2006, o limite segurado pelo FGC foi elevado a R\$ 60 mil por pessoa.

Analisadas retrospectivamente, essas duas medidas tomadas pelo governo, o lançamento do Proer e a criação do FGC, mostraram-se bastante importantes para a diminuição da vulnerabilidade do sistema financeiro durante a transição de um ambiente de alta inflação para um ambiente de baixa inflação. À época, as medidas contribuíram para diminuir as incertezas e tranquilizar os depositantes, evitando assim que situações individuais contaminassem outras instituições e se transformassem em crise sistêmica. No entanto, cabe destacar que o Proer consumiu recursos públicos vultosos e foi objeto de diversas críticas, especialmente quanto à forma de socialização dos prejuízos.

Apesar das iniciativas do governo, diversas instituições sucumbiram durante o processo de estabilização monetária. Entre julho de 1994 e maio de 1998, houve intervenção em 47 bancos mediante a modalidade de liquidação extrajudicial, ou por meio do *Regime de Administração Especial Temporária* (RAET), ou ainda por intermédio de intervenção propriamente dita. Foram liquidadas, ainda, diversas corretoras de câmbio, distribuidoras e corretoras de títulos e valores mobiliários, cooperativas de crédito, administradoras de consórcio etc. A partir de 1999, superada a fase de maior fragilidade financeira das instituições bancárias, a quantidade de falências e liquidações caiu de forma significativa.

Em 1999, com a adoção do regime de câmbio de taxas flutuantes e a implantação do regime monetário de metas de inflação, inicia-se uma nova rodada no processo de reestruturação do sistema bancário brasileiro.

A forte desvalorização cambial ocorrida à época, após a tentativa fracassada do BCB de promover uma desvalorização controlada da moeda nacional, propiciou, de um lado, altos lucros para diversas instituições bancárias, nacionais e estrangeiras, que apostaram contra a moeda brasileira. Por outro lado, esse movimento cambial gerou grandes prejuízos para os poucos bancos que, ao lado do BCB, assumiram a posição oposta à maioria nos mercados de

câmbio. Entre os bancos que se posicionaram na contramão do mercado estavam os bancos Marka e FonteCindam, os quais vieram a tornar-se insolventes.

Por seu lado, a nova rodada de desnacionalização do sistema bancário, com a compra de importantes bancos nacionais por instituições estrangeiras (compra do Banco Real pelo ABN em 1998 e do Banespa pelo Santander em 2000), estimulou a reação dos grandes bancos privados nacionais. Em 2000, o Bradesco comprou o Boavista e o Unibanco comprou os bancos Credibanco e Bandeirante. Em 2001, o Bradesco comprou o Mercantil de São Paulo, incorporando sua tradicional financeira Finasa. No ano seguinte, o Bradesco continuou seu processo de aquisições, incorporando outras cinco instituições e consolidando-se, assim, como o maior banco privado do país à época.

Os anos 2001 e 2002 foram marcados por diversos impactos que novamente afetaram de forma significativa o ambiente macroeconômico: racionamento de energia, crise financeira argentina, os atentados terroristas nos EUA e as incertezas decorrentes do processo de sucessão presidencial no Brasil. Apesar desses eventos, o sistema bancário brasileiro foi pouco afetado, compensando a fraca demanda por crédito com operações de tesouraria de títulos públicos atrelados aos juros ou às taxas de câmbio. Desta forma, em 2002, apesar das turbulências econômicas, as instituições que atuavam no sistema bancário nacional auferiram lucros recordes.

O período de 2002 a 2005 é marcado, também, pela saída do país de várias instituições bancárias estrangeiras, que venderam suas participações acionárias para instituições bancárias de capital nacional ou mesmo para os bancos estrangeiros que aqui permaneceram. Em 2002, o espanhol Bilbao Viscaya Argentaria Brasil (BBV Brasil), que havia entrado no mercado brasileiro mediante a compra do Banco Excel-Econômico em 1998, vendeu suas operações no país para o Bradesco. Em 2003, o Sudameris foi vendido ao ABN Amro e as operações brasileiras do Lloyds foram adquiridas pelo HSBC. Nesse período, os bancos JP Morgan e Deutsche Bank venderam parte de suas atividades para bancos privados nacionais. Em 2005, o *Bank of America* (BofA), que operava no país através do BankBoston, vendeu sua subsidiária ao Banco Itaú. De acordo com Freitas (2009a), esse fenômeno deveu-se a uma série de fatores,

cabendo destacar: a alta volatilidade da economia brasileira, os reflexos da crise argentina sobre a rentabilidade das filiais e subsidiárias das matrizes estrangeiras, a dificuldade de adaptação ao mercado brasileiro, considerado arriscado demais pelos acionistas e investidores, e a alteração nas estratégias globais de concorrência.

A partir de 2003, inicia-se no país um novo ciclo de crédito (Cintra, 2006). Superadas as incertezas do processo eleitoral de 2002, a estabilidade de preços, a expansão do emprego e a recuperação da renda salarial dão origem a um clima de otimismo e fornece as bases para um crescimento acentuado das operações creditícias. A redução das taxas de juros e a diminuição dos ganhos com as operações de tesouraria estimularam os bancos a direcionar sua atenção para as operações de crédito pessoal. Nesse momento, uma importante inovação institucional e financeira é introduzida no mercado de crédito nacional, a qual vem a transformar-se em importante fonte de receitas: o crédito consignado em folha de pagamento. Os bancos médios são os primeiros a explorar esse nicho de mercado e só posteriormente os grandes bancos são atraídos para esse novo segmento.

Durante esse novo ciclo, o volume total de crédito aumentou significativamente e atingiu o equivalente a 31,3% do PIB em 2005. Esse aumento traduziu-se em maior rentabilidade para as instituições bancárias, especialmente para os grandes bancos varejistas. Nesse ciclo de crédito centrado no crédito para pessoas físicas, as financeiras³¹ ganharam destaque, tornando-se importantes canais de captação de operações para os grandes conglomerados nacionais. Além das financeiras, outro importante canal de captação de operações de crédito ao consumo foram os bancos de menor porte. Essas instituições especializaram-se em gerar, a partir de seus nichos de atuação, operações de crédito pessoal para, em seguida, revender as respectivas carteiras para as grandes instituições (Cintra, 2006).

Olhando-se para o período pós-1994 como um todo, constata-se que, a despeito da implantação do Plano Real e a redução significativa das taxas de inflação, o sistema bancário continuou focado nas operações de curto prazo com títulos públicos. A perda de grande parte das receitas inflacionárias foi compensada inicialmente, de um lado, pela elevação das tarifas

³¹ *Sociedade Financeira* é o nome pelo qual são conhecidas as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento.

bancárias e, de outro, por um ciclo de crédito centrado em operações de curto prazo (Cintra, 2006). No entanto, parcelas significativas de títulos públicos continuaram nos balanços das instituições bancárias.

A continuidade da indexação financeira e do padrão de financiamento da dívida pública no período pós Plano Real, em um contexto de forte instabilidade macroeconômica, continuou possibilitando aos bancos a obtenção de altos lucros a partir de uma baixa exposição ao risco. Segundo Oliveira (2009), esse arranjo gerou uma forma de ajustamento microeconômico bastante peculiar para as instituições bancárias, capaz de proporcionar-lhes altos níveis de rentabilidade mesmo diante de conjunturas adversas e da assunção de posições altamente líquidas no lado dos passivos de seus balanços. A principal razão para esse padrão de atuação dos bancos no país é que a estabilidade monetária da economia brasileira não se traduziu em estabilidade macroeconômica. Resquícios de indexação, fragilidade das contas externas, juros reais elevados e a manutenção de elementos institucionais do ambiente inflacionário anterior foram fatores decisivos para a continuidade de um elevado grau de instabilidade econômica e de fortes incertezas. Por seu lado, o padrão de financiamento da dívida pública não foi estruturalmente alterado no período, permanecendo centrado no curto prazo. Dessa forma, os bancos continuaram a dispor de uma atrativa opção de aplicação dos seus recursos, aliando alta rentabilidade e grande liquidez.

A análise dos indicadores patrimoniais e de resultado dos bancos privados durante o período de 1995 a 2008, de acordo com o autor, fornece sólidas evidências de que, frente a cenários adversos, os bancos tenderam a rapidamente reorientar seus ativos em direção às aplicações de tesouraria e operações interfinanceiras de liquidez. Dessa forma, a associação entre indexação financeira, manutenção do padrão de rolagem da dívida pública e juros reais elevados permitiu que os bancos alternassem com rapidez suas fontes de ganhos de acordo com a conjuntura: nas fases de expectativas otimistas, as instituições bancárias assumiam posturas menos líquidas e lucravam a partir da expansão do crédito, basicamente de curto prazo e com *spreads* elevados; nas fases de expectativas pessimistas e de maior aversão ao risco, situação na qual seria esperada uma significativa contração de seus ganhos, assumiam posturas mais líquidas em títulos públicos, permitindo a manutenção de seus elevados níveis de rentabilidade.

Mudanças regulatórias

De acordo com Freitas (2009a), na discussão sobre a natureza do ajuste necessário ao sistema bancário nacional por conta da implantação do Plano Real, predominava entre os analistas e autoridades governamentais a visão de que o número de instituições era excessivo. Por conseguinte, esse número deveria ser reduzido pela absorção das instituições mais frágeis por aquelas mais capacitadas a adaptarem-se a um ambiente econômico de estabilidade monetária.

Segundo a autora, o governo, a partir dessa visão convergente com a dos analistas que participavam do debate à época, buscou influenciar ativamente o processo de reestruturação do sistema financeiro nacional mediante uma ampla gama de instrumentos de política financeira. Entre esses instrumentos, estavam importantes alterações do marco regulatório.

Nesse contexto, cabe destacar que uma das principais mudanças regulatórias realizadas e que induziu à consolidação do sistema bancário brasileiro foi a adesão do país às regras do Acordo da Basileia de 1988 (Basileia I). Com essa adesão, buscava-se proporcionar a convergência da regulação bancária prudencial brasileira aos padrões internacionais, fixados no âmbito do Comitê de Basileia.

A exigência de enquadramento das instituições bancárias aos princípios de Basileia I foi estabelecida pela Resolução 2.099, de 17 de agosto de 1994. O desafio de adequar-se às exigências de capital previstas para vigorar em 1995, inicialmente no nível de 8% dos ativos ponderados pelos riscos, obrigou vários bancos a buscar alternativas ao necessário processo de capitalização, incluindo a busca por novos sócios ou a venda do controle acionário.

A flexibilização das regras de entrada de bancos estrangeiros no país trouxe uma alternativa para as instituições que necessitavam aumentar seu grau de capitalização e cujos acionistas não dispunham de recursos para fazer o respectivo aporte: a abertura do capital da instituição à participação de sócios estrangeiros. Tratava-se de alternativa de especial interesse para as instituições de pequeno e médio porte, menos aptas a captar recursos nas bolsas de

valores. Com o aumento do requerimento de capital mínimo para 10% dos ativos ponderados pelo risco, em 25 de junho 1997³², e depois para 11%, em 27 de novembro de 1997³³, as instituições nacionais tiveram um estímulo adicional para recorrer à alternativa representada pelo capital estrangeiro.

Basileia I também representou importante catalisador para a reestruturação patrimonial dos bancos federais. A dificuldade de enquadrarem-se aos novos limites de capital regulatório fixados pelo BCB fez com que os bancos federais (BB, CEF, BNB e BASA) fossem incluídos no *Programa de Fortalecimento das Instituições Federais* (Proef). Esse programa foi implantado em 21 de junho de 2001, por meio da Medida Provisória 2.155, e contemplava medidas para saneamento patrimonial e reforço do capital dessas instituições. O Proef desencadeou significativas transformações nas políticas operacionais e nos sistemas de controles internos das instituições bancárias federais. O modelo perseguido foi o da reprodução da lógica privada de eficiência microeconômica e de geração de retorno aos acionistas.

Outra mudança regulatória de grande importância no período foi a alteração, em 23 de agosto de 1995, do marco legal relativo ao tratamento dispensado ao capital estrangeiro. Embasado na Exposição de Motivos nº 311, encaminhada pelo ministro da Fazenda, o presidente da República passou a valer-se das prerrogativas previstas no Artigo 52 do *Ato das Disposições Constitucionais Transitórias* (ADCT) para definir como de interesse nacional a entrada e o aumento da participação de instituições estrangeiras no sistema financeiro nacional.

Como esclarece Freitas (2009a), sempre houve regras restritivas à entrada e ao funcionamento de bancos estrangeiros no sistema financeiro brasileiro, com exceção do período compreendido entre 1946 e 1964. Desde a reforma financeira de 1965 até 1995, o investimento direto estrangeiro no sistema bancário nacional e o rol de atividades permitidas aos bancos estrangeiros dependiam da aplicação do princípio de reciprocidade. Apenas a instalação de escritórios de representação de instituições bancárias estrangeiras esteve livremente permitida nesse período. Apesar da Constituição Federal de 1988 praticamente bloquear a entrada de capital

³² Resolução 2.399/97.

³³ Circular 2.748/97.

estrangeiro no sistema financeiro nacional, o ADCT deixou ao presidente da República o poder de avaliar a eventual entrada do capital estrangeiro sob a ótica do interesse nacional.

A disposição do governo brasileiro de permitir a ampliação da participação do capital estrangeiro no sistema bancário nacional coincidiu com o movimento mais geral dos grupos bancários estrangeiros. A maioria dos bancos que atuavam em âmbito internacional estava inserida em um processo de ampliação de suas atividades no exterior, após anos de retração dessas operações por conta da crise da dívida dos países periféricos nos anos 1980. Na década de 1990, com a intensificação da concorrência nos mercados domésticos e internacionais, grupos bancários estrangeiros almejavam ampliar o volume de clientes e de negócios por meio da entrada e diversificação de suas atividades em países em que ainda não tinham presença.

Além de coincidir com o movimento internacional de grupos bancários, o sistema financeiro brasileiro gerava, à época, grande atratividade em termos de oportunidades de negócios e expectativas futuras. Adicionalmente ao amplo potencial de crescimento do mercado de varejo, os processos de privatização e de reestruturação industrial eram vistos como uma fonte de muitas oportunidades, especialmente para os bancos de investimento internacionais. Essa atratividade foi percebida não só pelos novos entrantes, mas também pelos bancos estrangeiros que aqui já estavam presentes.

A sinalização do governo brasileiro de autorizar a entrada de bancos estrangeiros no sistema bancário nacional gerou um rápido e crescente interesse entre as instituições internacionais. Aproveitando-se da grande demanda de grupos estrangeiros, o BCB utilizou a oportunidade para exigir um “pedágio”, a título de contribuição para a recuperação dos recursos públicos utilizados no saneamento do sistema financeiro nacional. A partir de julho de 1999, a cobrança de “pedágio” foi substituída por outras exigências como, por exemplo, nível mínimo de *rating*, transferência de tecnologia, manutenção de determinado volume de linhas de crédito externo e de determinado volume de aporte de capital.

Nesse movimento intenso de entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico, algumas instituições internacionais optaram pela aquisição do controle acionário de bancos locais, enquanto outras preferiram instalar sucursal ou subsidiária. Como exemplos da

primeira situação, podem ser citados os casos do HSBC e do banco espanhol BBVA. Ambos adquiriram bancos em situação falimentar, o Bamerindus (1997) e o Excel-Econômico (em 1996) respectivamente. O caso do Bamerindus contou, inclusive, com recursos do Proer. Como exemplo da segunda alternativa de ingresso no país, cabe mencionar os casos do banco suíço UBS, que instalou subsidiária de controle integral, e do banco holandês Rabobank, que abriu uma sucursal no país (Freitas, 2009a).

Dentro de um movimento concorrencial de âmbito internacional, a entrada de novos grupos estrangeiros e a expansão agressiva dos bancos espanhóis e do HSBC estimularam a reação dos bancos estrangeiros já presentes no mercado doméstico. Algumas instituições optaram por ampliar suas redes de agências, como os norte-americanos Citibank e BankBoston, e outras optaram por comprar bancos locais ou adquirir participações, como os casos do banco inglês Lloyds e do holandês ABN Amro.

Outro aspecto relevante das mudanças ocorridas no marco regulatório do sistema bancário no período diz respeito às tarifas bancárias. No ambiente de alta inflação, os ganhos do *floating* eram tão elevados que permitiram aos bancos disseminar a prática de não cobrar por grande parte dos serviços prestados aos clientes. Boa parte dessa prática veio a ser incorporada pelas normas bancárias do país. No entanto, com a mudança para um ambiente de baixas taxas de inflação e com a grande redução das receitas de *floating*, as referidas normas e práticas bancárias tiveram que ser alteradas. A partir da Resolução 2.302, de 25 de junho de 1996, os bancos passaram a poder cobrar tarifas pela prestação de uma ampla gama de serviços. Em contrapartida a norma exigia que os bancos fixassem em suas agências um quadro com a relação dos serviços e os respectivos preços, bem como a periodicidade dos reajustes. Além disso, os bancos teriam que informar aos clientes, com antecedência de trinta dias, a cobrança de novas tarifas.

Dentro do processo de reestruturação patrimonial e financeira desencadeado pela mudança do padrão inflacionário, a diminuição das restrições à cobrança por serviços foi essencial para a maioria das instituições bancárias, independente da natureza do capital. Parte

importante da queda de receitas de *floating* foi substituída pelas receitas advindas de tarifas sobre serviços que até então não eram cobrados.

Outra mudança regulatória importante do período diz respeito ao lançamento do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, em 22 de abril de 2002. Com o novo sistema de pagamentos, criou-se a figura da “transferência eletrônica disponível” (TED), que passou a permitir a compensação de valores em tempo real, eliminando o risco da contraparte. Os bancos, por seu lado, além de ampliarem suas receitas com prestação de um novo serviço, puderam reduzir seus custos com a compensação de cheques.

Cabe destacar, ainda, a nova regulamentação que criou a figura do “correspondente no país” (Resolução 2.640, de 25 de agosto de 1999, posteriormente revogada, e atualmente sucedida pela Resolução 3.954/11). Por meio dessa nova figura, os bancos puderam expandir intensamente seus pontos de atendimento por meio de vínculo contratual com estabelecimentos comerciais, farmácias, casas lotéricas etc. Essa nova forma de atendimento permitiu às instituições bancárias oferecer seus produtos e serviços em localidades distantes, inclusive em municípios que até então não possuíam agências ou postos de atendimento bancário.

Como já mencionado anteriormente, outra alteração regulatória importante do período foi trazida pela Lei 10.820, de 17 de dezembro de 2003, que permitiu aos bancos realizarem as chamadas operações de crédito consignado, com desconto em folha de pagamento, tanto para trabalhadores ativos quanto para aposentados e pensionistas. Essa nova modalidade de crédito representou uma inovação institucional e financeira importante e um nicho de negócio bastante rentável. Esse nicho foi rapidamente ocupado pelos bancos de menor porte, especialmente os bancos médios, representando uma importante fonte de receitas em um cenário pouco favorável às instituições menores.

Privatização dos Bancos Públicos

Desde os anos 1980, os bancos públicos, especialmente os estaduais, vinham acumulando sérios problemas de natureza patrimonial. Esses problemas estavam associados à

crescente deterioração financeira dos Estados, decorrente da crise fiscal do período. Com a implantação do Plano Real e a mudança em direção a um padrão de baixas taxas de inflação, a maioria dessas instituições passou a enfrentar grandes desequilíbrios patrimoniais que comprometiam sua viabilidade. Por outro lado, os problemas desses bancos não estavam apenas na baixa qualidade de seus ativos, mas também nos elevados custos administrativos e na defasagem tecnológica.

De forma a enfrentar o problema representado por esses bancos, o governo federal adotou uma postura ativa no sentido de forçar a redução da presença do setor público estadual no sistema bancário nacional. Entre as principais diretrizes definidas, estavam a mudança no controle acionário das instituições consideradas viáveis e a liquidação dos bancos que apresentavam desequilíbrios operacionais mais difíceis de serem equacionados.

A reestruturação dos bancos estaduais foi iniciada em dezembro de 1994, pela decretação do *Regime de Administração Especial Temporário* (RAET) no Banespa e no Banerj. O momento escolhido para a decretação do RAET seguiu o calendário político da época de forma que ocorresse antes da posse dos novos governadores eleitos em outubro de 1994. Nessa mesma ocasião foi decretada a liquidação extrajudicial dos bancos estaduais Beron (Rondônia), Bemat (Mato Grosso) e Produban (Alagoas). O Banerj teve sua administração terceirizada até sua privatização em 1997. Já o Banespa ficou sob a administração federal, sendo federalizado em 1997 e privatizado em 2000 (Freitas, 2009a).

O plano de reestruturação dos bancos estaduais foi intensificado em agosto de 1996, por ocasião da implantação do programa de ajuste fiscal dos Estados. Dentro desse programa criado pelo governo federal (Medida Provisória 1.514), estava prevista a transferência de controle acionário dos respectivos bancos públicos estaduais. Essa operação contava com o refinanciamento, pelo governo federal, do total das dívidas dos Estados junto aos seus respectivos bancos. Além da privatização, o programa previa como alternativas a extinção da instituição ou sua transformação em agências de fomento.

O programa previa que o processo de reestruturação dos bancos estaduais poderia ficar a cargo tanto dos governos dos Estados como do governo federal. Se ficasse a cargo

dos governos estaduais, haveria duas alternativas: (i) liquidação, privatização ou transformação do banco em agência de fomento, contando, para isso, com financiamento de 100% do governo federal; (ii) manutenção do controle acionário pelos Estados, mas desde que estes fizessem aportes imediatos de recursos, contanto, para isso, com financiamento de 50% dos gastos com o saneamento das instituições. Se o saneamento ficasse sob a responsabilidade do governo federal, a instituição bancária seria federalizada, para posterior privatização ou liquidação.

Dentro desse processo de saneamento e reestruturação dos bancos estaduais, cabe destacar que, por meio da Resolução 2.365, de 28 de fevereiro de 1997, o CMN aprovou a criação do *Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária* (Proes). O Proes previa três linhas especiais de assistência financeira, que estavam vinculadas a: (i) títulos ou direitos relativos a operações de responsabilidade do Tesouro Nacional ou de entidades da administração pública federal indireta; (ii) reestruturação da carteira de ativos e do passivo de instituição financeira estadual; (iii) assunção, por parte de instituições financeiras federais, de passivos de instituições financeiras estaduais junto ao público.

A duas primeiras linhas estavam sujeitas a encargos financeiros equivalentes aos fixados no protocolo firmado entre o Governo Federal e o respectivo Estado. Já a terceira linha estava sujeita a encargos financeiros equivalentes à Taxa Básica do Banco Central (TBC).

A ampla adesão dos Estados ao Proes pode ser creditada em grande medida à necessidade de negociar-se com o governo federal as elevadas dívidas mantidas pelas respectivas unidades da federação. A magnitude das dívidas dos Estados (da ordem de R\$ 60 bilhões) representava, à época, uma séria ameaça às finanças estaduais. Entretanto, alguns Estados preferiram não aderir ao Proes. Como contrapartida, tiveram que adotar medidas com vistas a promover mudanças saneadoras na gestão e no perfil de atuação de suas instituições.

Durante o período compreendido entre 1997 e 2005, doze bancos estaduais foram privatizados. Apesar da permissão para as instituições estrangeiras participarem dos leilões de privatização, apenas três bancos estaduais foram adquiridos por bancos estrangeiros: o Banespa (em 2000) pelo Santander, o Bandepe (em 1998) e o Paraiban (em 2001) pelo ABN Amro. Por outro lado, o Bradesco foi o banco privado nacional que mais adquiriu instituições

bancárias estaduais, totalizando seis instituições: Credireal (1998), Baneb (1998), BEA (2000), BEM (2004), BEC (2005) e Berj (2011).

No período de 2003 a 2006, apenas duas instituições foram privatizadas: o BEC (em 2005) e o BEM (2004). Por seu lado, os processos de privatização do BEP e do BESC foram paralisados por decisão judicial e acabaram sendo incorporados pelo Banco do Brasil em 2008 e 2009, respectivamente. Em 2011, o Berj, criado a partir da reestruturação e preparação para privatização do Banerj, foi adquirido pelo Bradesco.

Indicadores do segmento

Ao longo do período 1993-2011, o sistema financeiro nacional passou por importantes transformações. O número de instituições financeiras foi reduzido em praticamente todos os segmentos, exceto nos segmentos de cooperativas de crédito, de financeiras, de corretoras de câmbio e de novas atividades (agências de fomento, companhias hipotecárias, sociedades de crédito ao microempreendedor e bancos de câmbio).

Tabela 1 – Quantidade de instituições autorizadas a funcionar pelo BCB

Segmento (1)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Banco Múltiplo	206	210	205	194	180	174	169	163	153	143	141	139	138	137	135	140	139	137	139
Banco Comercial	35	34	35	38	36	28	25	28	28	23	23	24	22	21	20	18	18	19	20
Caixa Econômica	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Desenvol.	7	6	6	6	6	6	5	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Banco de Investimento	17	17	17	23	22	22	21	19	20	23	21	21	20	18	17	17	16	16	14
Banco de Câmbio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2
Seg. Bancário	267	269	265	263	246	232	221	216	206	194	190	189	185	181	177	180	178	179	180
Cooperativa de Crédito	877	946	980	1.018	1.120	1.198	1.253	1.311	1.379	1.430	1.454	1.436	1.439	1.452	1.465	1.453	1.405	1.370	1.312
SCFI (financeiras)	41	42	43	48	49	44	42	43	42	46	47	46	50	51	52	55	59	61	59
SAM (<i>leasing</i>)	67	77	80	75	80	83	81	78	72	65	58	51	45	41	38	36	33	32	31
SCI e APE	27	27	23	22	22	21	19	18	18	18	18	18	18	18	18	16	16	14	14
Agência de Fomento	-	-	-	-	-	3	5	8	9	10	11	12	12	12	12	12	14	15	16
SCC	45	47	48	39	37	39	39	41	43	42	43	47	45	48	46	45	45	44	47
CTVM	240	240	227	219	202	194	193	187	177	161	147	139	133	116	107	107	105	103	99
DTVM	378	376	333	283	238	210	190	177	159	151	146	138	134	133	135	135	125	125	126
Companhia Hipotecária	-	-	-	3	3	4	6	7	7	6	6	6	6	6	6	6	6	7	8
SCM	-	-	-	-	-	-	4	11	23	37	49	51	55	56	52	47	45	45	42
Admin. de Consórcio	485	490	462	446	433	422	406	407	399	376	365	364	342	333	329	317	308	300	284
Total	2.427	2.514	2.461	2.416	2.430	2.450	2.459	2.504	2.534	2.536	2.534	2.497	2.464	2.447	2.437	2.409	2.339	2.295	2.218

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual de 2011 (elaboração própria).

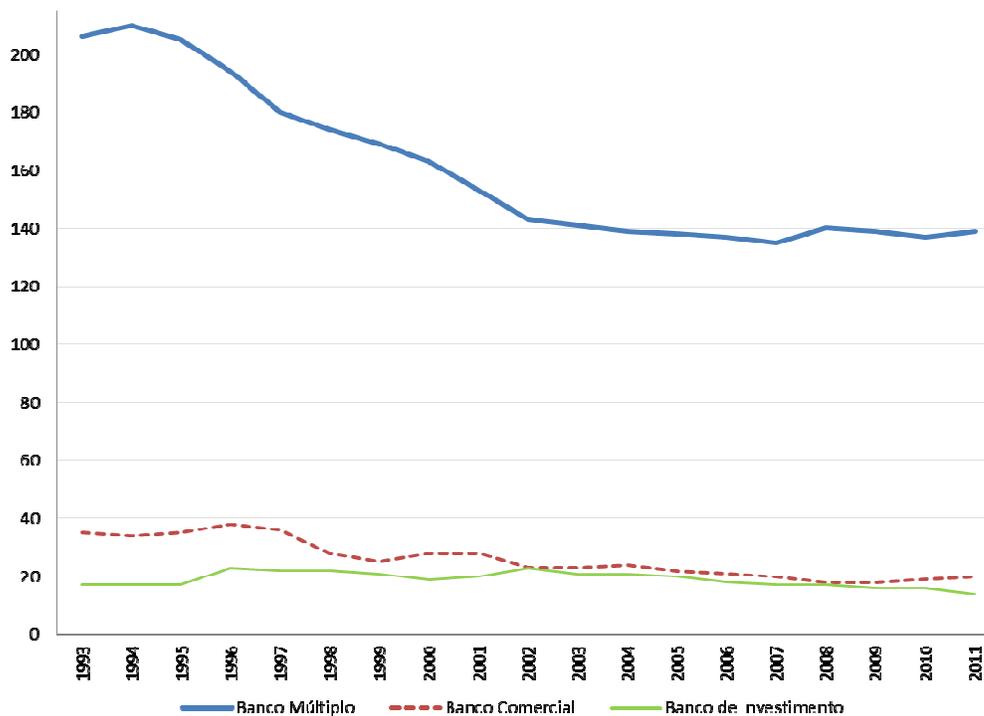
1/ O segmento "Banco Comercial" inclui as Filiais de Bancos Estrangeiros.

Como pode ser observado na Tabela 1, ocorreu uma forte redução do número de bancos múltiplos (redução de 65 instituições, equivalente a 32% da quantidade de instituições que havia em 1993) e bancos comerciais (redução de 15 instituições, equivalente a 43% do que havia em 1993). Os segmentos de bancos de desenvolvimento e de caixas econômicas, que apresentavam números reduzidos já em 1993, diminuíram praticamente à metade (quedas de 43% e 50%, respectivamente).

Como indicado na Figura 3, a queda do número de bancos múltiplos foi mais acentuada no período de 1993 a 2002. Desde então, o número dessas instituições tem se mantido relativamente estável.

Por seu lado, o segmento de bancos de investimento apresentou um movimento específico. O número de instituições cresceu significativamente entre 1993 e 1996 (aumento de 35%), manteve-se relativamente estável entre 1996 e 2002, reduzindo-se fortemente a partir de 2002 (queda de 39%, comparando-se com os dados de 2011).

Figura 3 – Quantidade de instituições autorizadas a funcionar pelo BCB



Considerando-se o segmento bancário como um todo, a redução no período 1993-2011 alcançou um total de 87 bancos, fazendo com que o segmento passasse de um total de 267 instituições para 180 instituições (queda de 33% em relação ao início do período). Ou seja, a quantidade de instituições bancárias existentes em 2011 equivale a apenas dois terços da quantidade que havia em 1993.

Em termos de participação percentual dos respectivos segmentos nos ativos totais do sistema financeiro (Tabela 2), cabe destacar a relativa estabilidade do segmento bancário considerado como um todo. Partindo de uma participação de 90,3% em 1996 e atingindo um auge de 94,3% em 2002, esse segmento termina o período com participação de 89,4% nos ativos totais do sistema financeiro nacional em 2011. No entanto, olhando-se de forma mais detalhada para os movimentos internos do segmento bancário, cabe destacar que os bancos múltiplos tiveram um forte aumento de sua representatividade (de 52,8% em 1996 para 70,1%

dos ativos totais em 2011), enquanto que os bancos comerciais tiveram sua representatividade reduzida em mais de 25 vezes (de 15,1% para 0,6% dos ativos totais).

Em relação aos demais segmentos do sistema financeiro, merecem destaques os crescimentos das participações das financeiras, das empresas de *leasing* e das cooperativas de crédito nos ativos totais do sistema.

Tabela 2 – Participação percentual dos diversos segmentos do SFN nos ativos totais do sistema

Segmento	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Banco Múltiplo	52,8	52,1	47,1	50,8	52,6	69,1	68,8	69,3	70,1	69,1	70,6	72,5	73,6	70,8	70,6	70,1
Banco Comercial ^{1/}	15,1	16,3	18,6	15,9	16,4	3,7	3,3	1,8	1,3	1,2	1,1	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6
Caixa Econômica	13,6	13,8	14,0	13,8	12,6	9,1	9,6	10,5	9,4	9,8	8,7	7,8	7,3	7,7	7,5	8,1
Banco de Desenvolvimento	7,1	7,7	10,0	10,1	10,5	10,5	11,6	10,9	10,6	9,1	8,0	6,4	6,9	8,8	9,3	9,8
Banco de Investimento	1,7	1,5	0,9	1,0	0,9	1,2	1,0	1,5	1,7	1,4	1,2	1,2	1,2	0,9	0,9	0,9
Total - Bancos	90,3	91,4	90,7	91,6	93,1	93,6	94,3	94,1	93,2	90,6	89,5	88,9	89,7	88,8	88,9	89,4
Cooperativas de Crédito	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1	1,2	1,3	1,4
SCFI (financeiras)	0,6	0,5	0,4	0,5	0,9	0,5	0,9	1,0	1,8	2,0	1,2	2,1	1,6	1,7	1,9	1,9
SAM (<i>leasing</i>)	3,4	4,2	5,2	5,4	3,9	3,3	2,7	2,5	2,5	5,0	6,9	6,5	6,7	7,5	7,1	6,5
SCI e APE	1,1	1,1	1,1	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Agência de Fomento	-	-	-	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
CTVM e SCC	1,5	1,2	0,9	1,0	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3
DTVM	2,9	1,3	1,3	0,4	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
Companhia Hipotecária	-	-	-	-	-	-	0,004	0,004	0,01	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03
SCM	-	-	-	-	-	-	0,001	0,002	0,003	0,00	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
Total	100															

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual de 2011 (elaboração própria).

1/ Inclui Filial de Banco Estrangeiro.

Do ponto de vista da origem de capital dos bancos com carteira comercial (Tabela 3), o único segmento que teve aumento no número de instituições foi o de bancos privados estrangeiros (de 38 instituições em 1993 para 62 instituições em 2011, com crescimento de 63%). Esses números refletem o já mencionado processo de entrada de novos bancos estrangeiros no sistema bancário brasileiro a partir de 1994. O outro lado dessa moeda é a grande redução do número de bancos privados nacionais (144 instituições em 1993 para 89 instituições em 2011, queda de 38%).

No entanto, o que chama a atenção quanto ao capital estrangeiro é o virtual desaparecimento do segmento de bancos privados nacionais com participação estrangeira

relevante³⁴ (de 32 instituições em 1993 para nenhuma instituição em 2011). Esses números sugerem que a estratégia dos investidores estrangeiros foi de aumentar, ao longo do período, sua participação nos bancos privados nacionais em que detinham participação societária relevante, adquirindo o controle dessas instituições. Isso mostra-se coerente com o grande aumento verificado no número de instituições controladas por estrangeiros e que estão registradas no segmento de “bancos privados estrangeiros”. No entanto, não se pode descartar a influência do movimento de saída do país do capital estrangeiro investido em instituições do sistema bancário nacional, ocorrido durante a primeira metade dos anos 2000, conforme discussão anterior.

Ainda em relação à origem do capital, cabe ressaltar a grande queda no número de bancos públicos (30 instituições em 1993 para 9 instituições em 2011, representando queda de 70%). Esses números são reflexos do processo de privatização e saneamento das instituições públicas, especialmente dos bancos públicos estaduais, ocorrido após a implantação do Plano Real.

Tabela 3 – Quantidade de bancos pela estrutura de capital

Bancos	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Públicos	30	29	30	30	32	32	32	27	22	19	17	15	15	15	14	14	13	13	12	10	9	9
Privados Nacionais	124	132	139	144	145	144	131	118	105	95	91	81	76	78	82	82	81	77	78	88	88	89
Privados Nacionais com Particip. Estrangeira ^{1/}	31	31	32	32	30	28	26	23	18	15	14	14	11	10	10	8	9	10	7	0	0	0
Privados Estrangeiros ^{2/}	32	34	37	38	38	38	41	49	59	65	70	72	65	62	58	57	56	56	62	60	60	62
Total	217	226	238	244	245	242	230	217	204	194	192	182	167	165	164	161	159	156	159	158	157	160

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual de 2011 (elaboração própria).

1/ Bancos que detém participação estrangeira relevante: 10% a 50% (conforme Carta-Circular 2.345/93)

2/ Inclui bancos com controle estrangeiro e filiais de bancos estrangeiros

Do ponto de vista do porte das instituições (critério de classificação por ativos totais), observa-se uma acentuada redução do número de instituições em todas as faixas durante o período 1996-2011 (Tabela 4). Contudo, merece ser destacada a forte redução do número de bancos de grande porte (queda de 82% no período), relativamente às demais faixas (queda de 44% entre os bancos de médio porte e queda de 15% entre os bancos de pequeno porte). Esse

³⁴ A participação estrangeira no capital do banco é considerada relevante se estiver dentro da faixa de 10% a 50%. Acima dessa faixa, a instituição é considerada no segmento de “bancos com controle estrangeiro”.

movimento representa mais uma evidência do processo de concentração ocorrido no sistema bancário.

Tabela 4 – Instituições do segmento bancário – porte classificado por ativos totais

Porte	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Grandes	28	24	25	23	21	17	16	14	13	12	8	8	8	5	5	5
Médios	62	63	55	55	56	54	47	49	48	45	40	39	35	35	34	35
Pequenos	141	130	123	116	115	111	104	101	103	104	111	109	116	118	118	120
Total	231	217	203	194	192	182	167	164	164	161	159	156	159	158	157	160

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual de 2011 (elaboração própria).

Observando-se os números do setor, o que se conclui é que, após 17 anos da implantação do Plano Real e do início do processo de reestruturação do sistema bancário nacional, restaram apenas 5 grandes instituições bancárias no país³⁵: Banco do Brasil, CEF, Itaú, Bradesco e Santander. Cabe destacar que, dessas cinco instituições de grande porte, duas são públicas, duas são privadas de capital nacional e uma é controlada por estrangeiros.

Essas cinco instituições de grande porte também são as que possuem as maiores redes de agência. Os dados da Tabela 5 claramente refletem esse fato. Trata-se de grandes instituições bancárias varejistas, que concentram a maior parte das agências do país. Em 2011, essas cinco instituições possuíam o equivalente a 86,6% das agências do país. Já as 20 maiores instituições bancárias, em 2011, detinham 98,1% das agências do país, o que configura mais uma evidência do processo de concentração bancária ocorrido no período.

³⁵ De acordo com a metodologia usada pelo BCB para a classificação dos bancos quanto ao porte.

Tabela 5 – Instituições com maiores redes de agências no país

Classifi- cação	Instituições	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Banco do Brasil	3.068	3.164	3.295	3.781	4.006	4.046	4.079	4.388	4.951	5.087	5.183
2	Bradesco	2.406	2.508	2.832	3.003	2.921	3.008	3.144	3.339	3.430	3.605	4.611
3	Itaú	1.504	1.670	1.710	2.190	2.300	2.445	2.575	2.699	3.562	3.739	3.825
4	Santander	199	199	199	199	199	1.057	1.081	1.096	2.292	2.392	2.510
5	Caixa Econômica Federal	1.689	1.701	1.708	1.770	1.895	1.981	2.051	2.068	2.084	2.208	2.309
Sub Total		8.866	9.242	9.744	10.943	11.321	12.537	12.930	13.590	16.319	17.031	18.438
6	HSBC	989	943	925	923	931	934	933	930	893	865	867
7	Banrisul	354	368	378	384	399	413	417	425	432	435	439
8	Banco do Nordeste	174	174	174	180	180	180	180	181	183	185	187
9	Mercantil do Brasil	201	200	200	201	192	192	167	150	148	153	165
10	Banestes	93	93	91	97	107	122	124	126	129	133	133
11	Citibank	51	50	44	52	60	109	121	124	125	126	126
12	Basa	82	82	85	92	95	101	104	104	104	109	118
13	Safrá	76	78	82	85	90	91	114	112	98	99	101
14	BRB	53	53	55	55	56	57	59	59	59	62	62
15	Banese	50	52	53	58	58	61	61	61	61	61	61
16	Triângulo	2	2	2	2	2	2	31	43	47	47	47
17	Banpará	37	37	37	37	37	37	37	40	42	42	42
18	BIC	37	37	37	37	27	26	29	31	31	33	35
19	Votorantim	3	3	3	3	3	5	11	17	20	27	34
20	Daycoval	4	6	6	9	9	14	15	27	27	30	31
Sub Total		11.072	11.420	11.916	13.158	13.567	14.881	15.333	16.020	18.718	19.438	20.886
Outras Instituições Bancárias		5.769	5.629	4.913	4.102	4.060	3.206	3.239	3.122	1.328	375	392
Total Geral		16.841	17.049	16.829	17.260	17.627	18.087	18.572	19.142	20.046	19.813	21.278

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual de 2011 (elaboração própria).

Em termos de representatividade em relação aos ativos totais do segmento (Tabela 6), as instituições de médio e pequeno porte viram suas participações aumentarem no período. A participação das instituições médias em relação aos ativos totais aumentou 9,6 pontos percentuais (de 18,1% em 1996 para 27,7% em 2011), enquanto que as instituições de pequeno porte tiveram um aumento de participação de 1,4 pontos percentuais (de 3,6% de participação em 1996 para 5% em 2011). As instituições de grande porte, por seu lado, viram sua participação sobre os ativos totais diminuir 11 pontos percentuais (de 78,3% em 1996 para 67,3% em 2011). Contudo, como já mencionado, a quantidade desse tipo de instituição diminuiu de forma bastante forte.

Tabela 6 – Participação percentual nos ativos totais do segmento bancário

Porte	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Grandes	78,3	79,1	79,7	79,2	79,2	74,0	74,8	74,3	75,2	68,6	67,0	67,7	69,5	66,9	67,0	67,3
Médios	18,1	18,1	16,9	17,4	17,4	21,8	21,0	21,5	20,7	26,3	27,8	27,3	25,5	28,0	27,9	27,7
Pequenos	3,6	2,8	3,4	3,4	3,5	4,2	4,2	4,2	4,1	5,1	5,1	5,1	5,0	5,1	5,1	5,0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual de 2011 (elaboração própria).

Em relação ao processo de concentração observado no período 1996-2011 (Tabela 7), os dados revelam que esse processo foi bastante intenso. Considerando-se três indicadores de concentração, C5 (cinco maiores), C10 (dez maiores) e C20 (vinte maiores), observa-se que em todos eles o aumento de concentração chegou a quase 20 pontos percentuais no período.

Os dados do C5 indicam que a participação das cinco maiores instituições bancárias em relação aos ativos totais do segmento bancário cresceu de 48,7% em 1996 para 67,3% em 2011. Ou seja, as cinco maiores instituições bancárias, de um universo de 160 bancos, passaram a deter mais de dois terços dos ativos totais do segmento em 2011.

Cabe observar, contudo, que esse aumento de concentração não foi linear. Enquanto que em 12 anos, de 1996 a 2008, o aumento do C5 foi de 6,4 pontos percentuais, entre 2008 e 2009, em um único ano, o aumento foi de 14,8 pontos percentuais. Esse fenômeno pode ser explicado por três motivos: (i) pela aquisição do Unibanco pelo Banco Itaú; (ii) pela crise financeira internacional de 2007-2008 que levou os depositantes do sistema a um novo movimento de “fuga para a segurança”; (iii) pela atuação anticíclica do BB e da CEF nesse momento de crise, aumentando o ritmo de concessão de crédito e gerando com isso aumento de suas participações de mercado.

O processo de concentração também pode ser observado por meio dos outros dois indicadores. De acordo com o C10, 80,2% dos ativos do segmento passaram a estar concentrados, em 2011, em apenas 10 bancos, de um universo de 160 instituições. Em comparação, em 1996, as dez maiores instituições detinham 60,1% dos ativos do segmento.

Por seu lado, o C20 aponta que, em 2011, as vinte maiores instituições detinham 89,6% de todos os ativos do sistema bancário brasileiro. Em 1996, as vinte maiores detinham 72% dos ativos totais. Esse forte aumento representa mais uma evidência do processo de concentração bancária ocorrido no país.

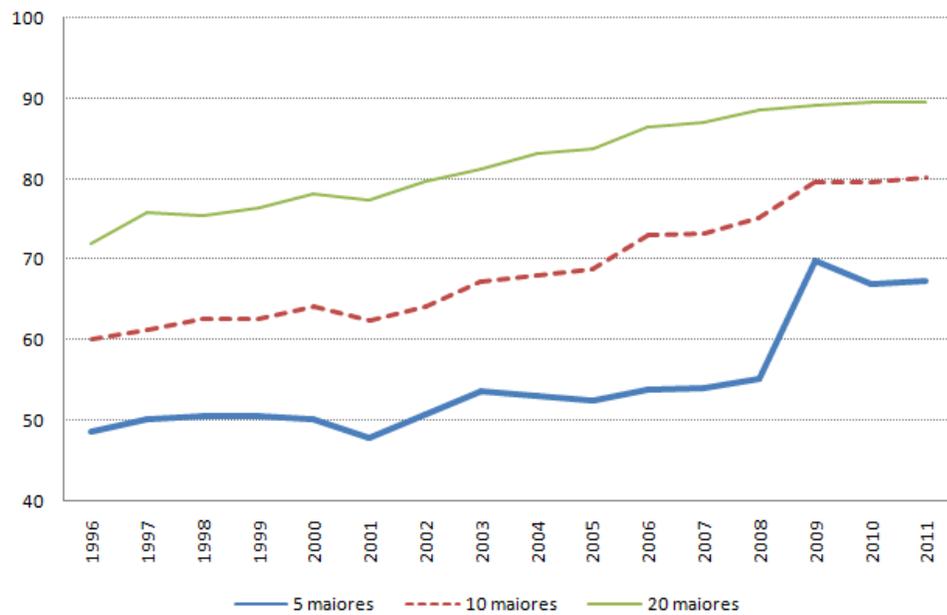
Tabela 7 – Participação percentual dos 5, 10 e 20 maiores bancos nos ativos totais do segmento bancário

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
5 maiores	48,7	50,2	50,5	50,7	50,2	47,9	50,7	53,7	53,0	52,6	53,9	54,0	55,1	69,9	67,0	67,3
10 maiores	60,1	61,3	62,7	62,7	64,1	62,4	64,1	67,2	68,0	68,8	73,0	73,3	75,3	79,5	79,7	80,2
20 maiores	72,0	75,9	75,4	76,5	78,2	77,3	79,7	81,3	83,2	83,8	86,4	87,0	88,7	89,2	89,6	89,6

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual de 2011 (elaboração própria).

Analisando-se os indicadores C5, C10 e C20 mostrados na Figura 4, observa-se uma clara tendência de aumento do grau de concentração do segmento bancário nos últimos 15 anos. No entanto, o que mais chama a atenção é o forte aumento da participação do C5 nos ativos totais do segmento ocorrido ao longo do ano de 2009. Como já assinalado, esse aumento expressivo pode ser reflexo não só da incorporação Unibanco pelo Banco Itaú e da atuação anticíclica do BB e da CEF, mas também do já mencionado processo de “fuga para a segurança”, que se manifestou no Brasil justamente ao longo do ano de 2009 em função da crise financeira internacional de 2007-2008. Nesse sentido, os dados sugerem que os cinco maiores bancos podem ser aqueles vistos pelo público em geral como os mais seguros em tempos de crise, uma vez que não se observa o mesmo aumento de participação de mercado entre o C10 e nem mesmo entre o C20. Logo, seria possível sustentar que, no Brasil, o conceito de “*too big to fail*” (grande demais para quebrar) aplica-se fundamentalmente ao grupo formado pelas cinco maiores instituições bancárias.

Figura 4 – Participação percentual dos 5, 10 e 20 maiores bancos nos ativos totais do segmento



O Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) também é útil para observar o processo de concentração bancária ocorrido no país nos últimos 15 anos. Esse índice pode ser formalmente expresso por:

$$IHH = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

$$S_i = \frac{Q_i}{\sum_{i=1}^n Q_i}$$

Onde: S_i representa a participação de mercado da empresa i ; n representa a quantidade de empresas existentes no mercado; Q_i representa a variável medida, como, por exemplo, os depósitos totais dos bancos.

Ao representar as participações de mercado em termos percentuais, o IHH pode assumir valores entre 0 e 1, sendo que o valor 1 corresponde à situação de monopólio. Se as participações de mercado forem expressas em termos decimais, então o intervalo dos possíveis valores do IHH seria representado por números entre 0 e 10.000. A título de referência cabe mencionar que, de acordo as regras da Comissão Econômica Europeia (EEC – *European Economic Commission*), um mercado que apresente IHH com valores entre 1.000 e 2.000 já é visto como significativamente concentrado e eventuais operações de fusão ou aquisição que representem variações do IHH superiores a 250 devem ser objeto de investigação.

A Tabela 8 foi construída de forma a mostrar a evolução do IHH no sistema bancário brasileiro nos últimos 15 anos, considerando três variáveis: os ativos totais, o patrimônio líquido e os depósitos totais. Os valores do IHH estão expressos em termos percentuais. A Figura 5 foi elaborada para retratar de maneira mais clara a trajetória de evolução dos índices de concentração bancária no período.

Tabela 8 – Concentração do Sistema Bancário Brasileiro - Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)

	Ativo Total	Ativo Total	Patrimônio	Patrimônio	Depósitos	Depósitos
	(R\$ mil)	(IHH)	Líquido	Líquido	Totais	Totais
			(R\$ mil)	(IHH)	(R\$ mil)	(IHH)
1996	648.363.613	0,0620	58.836.733	0,0631	240.265.237	0,1044
1997	790.133.249	0,0612	57.572.800	0,0865	284.674.377	0,1006
1998	785.919.222	0,0742	66.411.167	0,0656	293.709.430	0,1076
1999	843.872.413	0,0716	79.515.068	0,0564	316.543.023	0,1156
2000	945.222.873	0,0722	84.273.253	0,0596	319.898.659	0,1096
2001	1.062.321.555	0,0689	98.240.890	0,0588	371.597.837	0,1019
2002	1.228.407.207	0,0804	107.067.508	0,0576	455.819.026	0,1076
2003	1.302.407.303	0,0870	121.079.247	0,0636	480.649.329	0,1135
2004	1.418.541.908	0,0810	137.635.232	0,0645	561.614.470	0,1037
2005	1.634.294.964	0,0781	153.154.528	0,0680	668.783.876	0,1022
2006	1.951.693.528	0,0795	186.239.570	0,0770	767.409.290	0,1018
2007	2.498.261.256	0,0766	233.933.876	0,0692	909.047.459	0,1014
2008	3.229.624.853	0,1080	281.137.633	0,0954	1.254.362.770	0,1281
2009	3.529.519.925	0,1141	323.682.822	0,1063	1.301.537.412	0,1392
2010	4.281.620.834	0,1125	406.763.286	0,1080	1.457.519.660	0,1389
2011	5.013.045.999	0,1135	447.878.213	0,1031	1.657.676.892	0,1450

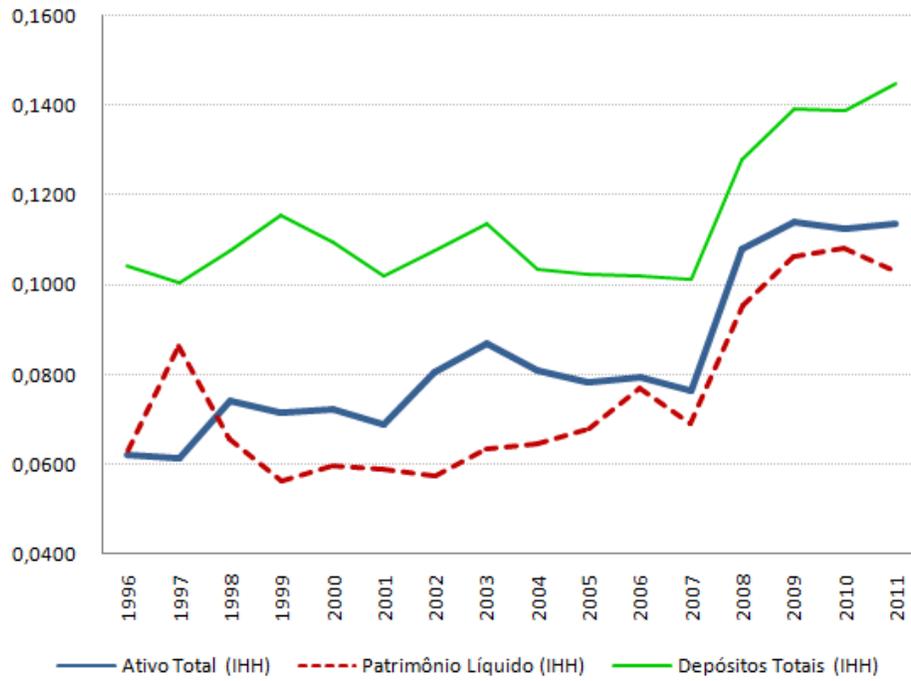
Fonte: BCB - Informações Cadastrais e Contábeis (elaboração própria).

1/ Inclui CEF e bancos de desenvolvimento.

A análise da Tabela 8 e da Figura 5 revela uma clara trajetória de concentração do sistema bancário brasileiro no período em questão, tanto do ponto de vista dos ativos totais, quanto do patrimônio líquido e dos depósitos totais. No entanto, o que mais desperta a atenção é o forte aumento da participação do IHH referente às três variáveis, ocorrido entre o início de 2008 e o final de 2009. Como já visto, esse aumento expressivo decorreu não só das operações de incorporação do Unibanco pelo Banco Itaú e da atuação anticíclica do BB e da CEF, mas também do processo de “fuga para a segurança”, desencadeado pela crise financeira internacional de 2007-2008. Comparando-se com os valores dos indicadores C5, C10 e C20, a análise do IHH revela que a fase de maior aceleração do processo de concentração aconteceu durante os anos de 2008 e 2009, e não apenas durante o ano de 2009 como a análise anterior sugeria. Isso revela uma significativa sincronia entre a fase mais crítica da crise financeira internacional, desencadeada pela quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008, e o processo de concentração do sistema bancário brasileiro.

Por fim, comparando-se os números do IHH de 2010 com os de 2011 para a variável referente aos depósitos totais, observa-se que o processo de concentração continua em uma trajetória de significativo crescimento.

Figura 5 – Concentração do Sistema Bancário Brasileiro - Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)



As transformações do sistema bancário brasileiro podem ser avaliadas também pela participação das instituições nos ativos totais, créditos, depósitos e patrimônio líquido do segmento (Tabelas 9 a 12).

Tabela 9 – Participação percentual das instituições do segmento bancário nos ativos do segmento

Segmento bancário	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bcos Públicos	61,3	61,3	55,4	50,9	51,5	52,3	51,1	50,2	46,1	43,3	36,9	32,3	35,0	37,7	34,9	33,0	37,3	28,4	28,7	29,6	28,2	29,1
Bcos Privados Nacionais	31,6	30,8	35,9	40,4	41,0	39,0	38,4	36,9	35,5	33,3	35,5	37,5	37,3	41,3	42,3	43,8	36,2	51,1	49,8	52,4	53,6	52,9
Bcos com Controle Estrang.	7,1	8,0	8,7	8,7	7,5	8,7	10,5	12,9	18,5	23,3	27,6	30,1	27,7	21,0	22,7	23,2	26,5	20,6	21,5	18,1	18,2	18,0
Total	100																					
Banco do Brasil	28,5	30,3	25,4	23,0	18,3	13,9	12,6	14,5	17,5	15,9	15,7	16,9	17,3	18,6	17,7	15,6	18,2	14,0	14,6	17,7	16,6	16,8
CEF	16,9	15,9	15,1	14,5	15,0	16,4	16,5	16,6	17,1	17,2	15,5	11,1	11,8	13,2	11,7	12,2	13,4	10,1	8,9	9,7	9,6	10,3
Demais Bancos Públicos	15,9	15,1	14,9	13,4	18,2	22,0	22,0	19,1	11,4	10,3	5,7	4,3	5,9	5,9	5,6	5,2	5,7	4,3	5,2	2,2	2,1	2,0

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual (elaboração própria).

Entre 1993 e 2011, ocorreu uma significativa redução da participação dos bancos públicos e expansão dos bancos privados, com especial destaque para os bancos estrangeiros. Essa expansão dos bancos estrangeiros pode ser entendida como reflexo das aquisições de importantes instituições nacionais, públicas e privadas. De participações que, em 1993, representavam 8,7% dos ativos, 7% das operações de crédito e 7,1 dos depósitos, os bancos com controle estrangeiro, passaram a responder por 18% dos ativos, 17,6% das operações de crédito e 15% dos depósitos do sistema bancário brasileiro, em 2011.

Tabela 10 – Participação percentual das instituições do segmento bancário no volume de crédito do segmento

Segmento bancário	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bcos Públicos	69,6	68,9	67,1	61,9	59,3	62,3	58,4	52,6	53,7	48,0	39,6	25,2	29,1	33,4	32,0	31,2	39,9	32,8	37,9	41,8	41,4	43,0
Bcos Privados Nacionais	23,9	25,3	26,1	31,1	35,1	31,6	32,0	35,6	31,3	32,0	35,0	42,8	40,4	42,2	42,3	41,8	28,3	43,8	38,9	38,7	40,4	39,4
Bcos com Controle Estrang.	6,5	5,8	6,7	7,0	5,6	6,1	9,6	11,8	15,0	20,0	25,5	32,0	30,5	24,3	25,7	27,0	31,8	23,4	23,2	19,6	18,2	17,6
Total	100																					
Banco do Brasil	17,0	19,7	19,5	19,2	19,9	16,0	10,7	11,1	12,2	10,7	11,1	14,8	16,5	20,8	19,8	18,9	25,1	20,8	22,6	25,5	23,8	23,2
CEF	28,8	25,1	24,9	22,8	20,4	22,7	24,1	31,2	32,6	29,1	23,3	7,2	7,7	8,0	7,7	8,2	10,2	8,3	9,4	13,0	14,4	16,9
Demais Bancos Públicos	23,8	24,1	22,7	19,9	19,0	23,6	23,6	10,4	8,9	8,2	5,2	3,1	4,9	4,6	4,5	4,1	4,7	3,7	6,0	3,3	3,1	3,0

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual (elaboração própria).

O segmento de bancos públicos, por seu lado, encolheu de forma expressiva, em virtude principalmente do processo de saneamento e privatização dos bancos estaduais. Esse segmento que, em 1993, controlava grande parcela dos ativos (50,9%), dos depósitos (48,2%) e das operações de crédito (61,9%), passou a responder por números significativamente mais modestos em 2011: 29,1% dos ativos, 34,7% dos depósitos e 43% das operações de crédito.

Tabela 11 – Participação percentual das instituições do segmento bancário nos depósitos do segmento

Segmento bancário	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bcos Públicos	52,4	51,0	49,0	48,2	52,5	58,6	59,3	59,4	51,5	51,0	44,4	43,8	42,7	43,2	39,8	37,3	43,5	33,7	35,3	33,6	34,0	34,7
Bcos Privados Nacionais	38,3	39,7	43,1	44,6	41,4	35,4	33,5	33,0	33,3	32,1	34,3	35,8	37,2	38,9	40,0	42,2	32,6	47,0	45,8	49,2	49,8	50,3
Bcos com Controle Estrang.	9,3	9,3	7,9	7,1	6,2	6,0	7,2	7,6	15,2	16,9	21,4	20,4	20,1	17,9	20,2	20,6	23,9	19,3	19,0	17,2	16,3	15,0
Total	100																					
Banco do Brasil	10,7	12,0	9,7	9,6	15,3	18,1	14,6	18,1	17,5	19,3	17,2	17,2	18,0	19,0	17,3	16,7	20,0	15,7	16,9	19,5	19,4	19,6
CEF	25,0	23,1	23,5	23,2	21,2	22,0	23,2	24,2	20,6	20,1	19,7	19,3	17,2	16,8	15,9	14,5	16,6	12,7	11,3	11,6	12,0	12,6
Demais Bancos Públicos	16,7	15,9	15,8	15,5	16,0	18,5	21,6	17,2	13,3	11,6	7,4	7,2	7,5	7,4	6,6	6,1	6,8	5,4	7,1	2,5	2,5	2,5

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual (elaboração própria).

No entanto, apesar do encolhimento, a participação dos bancos públicos continuou bastante significativa no setor, em razão fundamentalmente da atuação do Banco do Brasil e da CEF, que juntos responderam, em 2011, por 27,1% dos ativos, 32,2% dos depósitos e 40% das operações de crédito do sistema bancário.

Tabela 12 – Participação percentual das instituições do segmento bancário no patrimônio líquido do segmento

Segmento bancário	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bcos Públicos	51,9	50,6	45,1	44,2	34,3	36,8	33,5	32,8	27,2	26,5	19,8	16,5	16,6	16,9	17,9	19,0	20,6	16,1	17,1	12,7	14,2	14,6
Bcos Privados Nacionais	40,6	42,7	47,4	48,2	55,7	49,1	54,9	52,6	50,6	47,5	51,4	52,2	49,7	54,4	54,3	55,7	56,9	67,7	60,3	65,4	66,0	66,2
Bcos com Controle Estrang.	7,5	6,7	7,5	7,6	10,0	14,1	11,6	14,5	22,2	25,9	28,9	31,4	33,6	28,7	27,8	25,3	22,5	16,1	22,7	21,9	19,9	19,2
Total	100																					
Banco do Brasil	24,0	21,4	26,5	25,1	17,9	12,0	12,0	11,9	10,2	9,9	10,1	8,9	7,9	8,5	8,9	9,6	10,9	8,4	6,8	7,9	9,4	9,6
CEF	12,3	15,2	3,6	4,1	5,3	12,2	9,0	9,2	5,5	5,3	3,9	4,0	4,0	4,0	4,2	4,5	4,8	3,7	2,9	2,9	2,9	3,2
Demais Bancos Públicos	15,6	14,0	15,1	15,1	11,1	12,6	12,6	11,7	11,5	11,3	5,8	3,5	4,7	4,4	4,8	4,9	4,9	4,0	7,3	2,0	1,9	1,8

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual (elaboração própria).

Cabe destacar, ainda, que, desde 2009, os bancos públicos voltaram a responder pela maior parte das operações de crédito no país, relativamente aos segmentos de bancos privados nacionais e bancos com controle estrangeiro. Em 2011, por exemplo, os bancos públicos emprestavam o equivalente a 43% do total do volume de crédito do segmento bancário, enquanto que os bancos privados nacionais responderam por 39,4% e os bancos estrangeiros por 17,6%.

Já os bancos privados nacionais que, na segunda metade da década de 1990, haviam perdido terreno para os bancos estrangeiros, reagiram a partir de 2000. Em 1993, as instituições privadas nacionais respondiam por 40,4% dos ativos e por 44,6% dos depósitos e viram sua participação diminuir, chegando, em 1999, com participação de 33,3% dos ativos e 32,1% dos depósitos. No entanto, desde então, suas participações têm aumentado e, em 2011, passaram a representar 52,9% dos ativos e 50,3% dos depósitos. Em relação às operações de crédito, o movimento dos bancos privados foi ligeiramente diferente. A participação no volume total de crédito manteve-se relativamente estável entre 1993 e 1999 (31,1% e 32%, respectivamente) e, durante a década de 2000, avançou para um patamar mais elevado, com valores em torno de 40% de participação. Em 2011, os bancos privados nacionais responderam por 39,4% das operações de crédito do segmento.

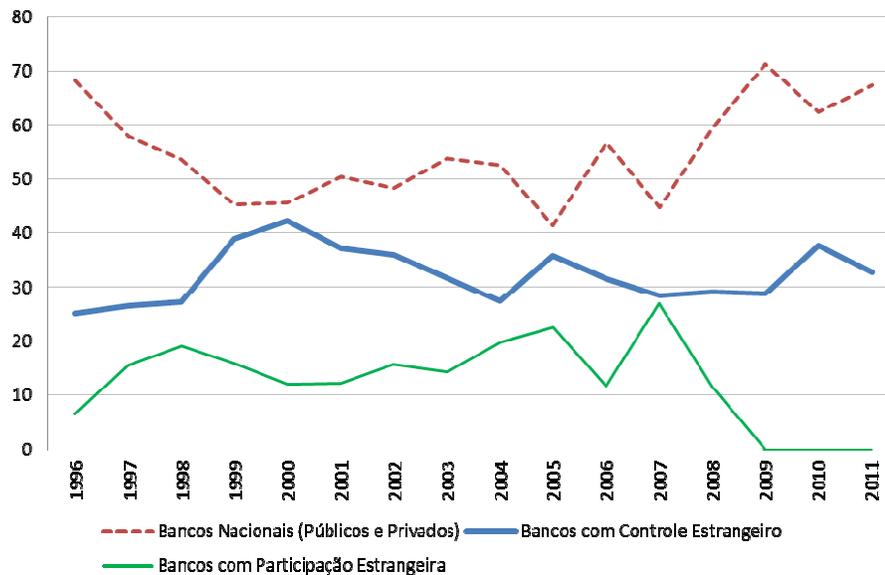
Em relação a um dos aspectos específicos do processo de internacionalização do sistema bancário brasileiro, a captação de recursos externos (Tabela 13), os bancos estrangeiros (com controle estrangeiro ou com participação estrangeira relevante) tiveram um desempenho mais do que proporcional a sua representatividade no patrimônio do segmento. Esse padrão de atuação já era esperado em função da vantagem de contar com o apoio (e com a reputação) de suas matrizes no exterior para atuar nos mercados financeiros internacionais. Por seu lado, os bancos nacionais (públicos e privados) perderam terreno nesse tipo de captação a partir de 1996, mas se recuperaram a partir de 2007 (Figura 6). Em 1996, os bancos nacionais respondiam por 68,2% das captações externas, caíram para 41,5% em 2005, mas voltaram a crescer e chegaram, em 2011, com 67,3% de participação.

Tabela 13 – Participação dos bancos no patrimônio líquido e na captação externa do segmento bancário

Instituição		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bancos Nacionais (Públicos e Privados)	% no Patrimônio do Segmento Bancário	76,6	72,5	68,7	63,5	60,0	58,2	56,3	61,6	54,3	55,0	72,6	62,5	71,7	76,3	78,2	80,8
Bancos com Controle Estrangeiro		11,4	14,3	21,9	25,5	28,3	30,7	32,9	28,1	27,1	24,6	18,2	16,6	22,2	21,4	19,4	19,2
Bancos com Participação Estrangeira		10,7	11,7	7,8	9,3	9,7	9,4	8,6	8,1	16,0	17,9	6,6	15,2	4,0	0,0	0,0	0,0
Bancos Nacionais (Públicos e Privados)	% Captação Externa do Segmento Bancário	68,2	58,0	53,7	45,2	45,5	50,4	48,3	53,9	52,7	41,5	56,7	44,7	59,5	71,3	62,4	67,3
Bancos com Controle Estrangeiro		25,1	26,5	27,3	38,9	42,4	37,3	36,0	31,8	27,5	35,8	31,6	28,4	29,2	28,7	37,7	32,7
Bancos com Participação Estrangeira		6,6	15,5	19,1	15,8	12,1	12,3	15,7	14,4	19,9	22,6	11,8	26,9	11,4	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCB - Composição e Evolução do SFN - Relatório Anual de 2011 (elaboração própria).

Figura 6 – Participação dos bancos na captação externa do segmento bancário



3.3.A implantação dos Acordos de Basileia no Brasil

Conforme discussão realizada nos capítulos anteriores, com a crise do acordo de Bretton Woods, na década de 1970, deu-se início a um novo período marcado, de um lado, pela relativa instabilidade de importantes variáveis macroeconômicas (juros, câmbio, inflação etc.) e, de outro, pelo movimento de liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros.

Nesse novo período, os episódios de crises bancária e financeiras tornaram-se mais frequentes (Canuto & Lima, 2005). Os mercados financeiros passaram não só por uma intensificação do processo de desregulamentação das finanças, mas também começaram a observar uma aceleração do processo de introdução de inovações financeiras, beneficiadas, em grande medida, pelos avanços tecnológicos ocorridos no campo da informática e telecomunicações (Prates, 2002).

Como já apontado anteriormente, com a eliminação gradativa das regras que circunscreviam os respectivos espaços concorrenciais, esse período também foi marcado pelo acirramento da concorrência entre bancos e instituições financeiras que atuavam em outros

segmentos do sistema financeiro. Os bancos, por seu lado, não ficaram passivos frente à intensificação da concorrência e, aproveitando o processo de desregulamentação das finanças, foram paulatinamente transformando-se em grandes instituições multiprodutos e multimercados, verdadeiros “supermercados financeiros”. O modelo seguido foi o de bancos universais.

Nesse processo de intensificação da concorrência, cabe destacar que os novos concorrentes oriundos de segmentos financeiros não bancários estavam sujeitos, muitas vezes, a uma regulação menos onerosa e menos restritiva relativamente aos bancos, gerando, com isso, problemas de arbitragem regulatória. Conforme já discutido, esse processo acabou por favorecer o desenvolvimento do que veio a ser conhecido por “*global shadow banking system*” (Cintra & Farhi, 2008).

A crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, no início dos anos 1980, aliada à percepção dos reguladores norte-americanos de que seus bancos estavam em desvantagem em termos de concorrência internacional, especialmente em relação aos bancos japoneses, favoreceu o processo que levou à formulação do Acordo de Basileia de 1988, conhecido por Basileia I (BCBS, 1988).

Apesar do documento de Basileia I fazer menção a preocupações com a estabilidade dos sistemas bancários, o principal objetivo do acordo foi nivelar as condições de competição entre os grandes bancos de atuação internacional, especialmente no que concerne aos custos de observância em relação à regulação bancária prudencial (Carvalho, 2005a).

Basileia I representou uma ruptura em relação ao antigo paradigma de regulação bancária prudencial, focado em liquidez (Carvalho, 2005a). Com Basileia I, foi inaugurada uma nova estratégia de regulação, baseada na exigência de requerimentos mínimos de capital regulatório, calculados a partir de ativos ponderados pelo risco. O segundo grande componente da atual estratégia regulatória – a aproximação da regulação bancária prudencial em relação às práticas de mercado, por meio do uso de modelos internos – só veio por meio da Emenda de 1996.

Como já discutido no capítulo anterior, o cálculo do capital regulatório em Basileia I fundava-se no somatório das exposições ponderadas pelo risco de cada ativo da instituição. Essa ponderação era realizada multiplicando-se o valor de exposição pelo respectivo fator de risco. Esses fatores de ponderação estavam associados a classes de ativos e eram definidos expressamente no texto de Basileia I. Esses fatores podiam variar de zero a 300%, dependendo da classe dos ativos. Ao final, o somatório das exposições era multiplicado pelo índice mínimo fixado pelo Comitê de Basileia em 8%.

Conforme discutido, o grande argumento em prol da estratégia de exigir das instituições bancárias um nível mínimo de capital regulatório com base em ativos ponderados pelo risco era que, desta forma, os bancos disporiam de capital próprio suficiente para arcar com os eventuais prejuízos incorridos em operações malsucedidas. Ao lado das previsões, destinadas a cobrir as perdas esperadas, o capital regulatório tinha por finalidade cobrir as chamadas perdas não esperadas. A não ser em função de eventos catastróficos, que estariam fora dos intervalos de confiança dos cálculos estatísticos, os bancos teriam condições de enfrentar as perdas não esperadas sem depender do dinheiro público e do socorro das autoridades supervisoras. Nessa época, a opinião pública continuava muito sensível em razão das ajudas prestadas a muitos bancos por decorrência dos empréstimos a países do terceiro mundo.

Desta forma, o Acordo de Basileia de 1988 foi alçado à condição de novo paradigma em termos de regulação bancária prudencial, almejando ser um modelo de estratégia regulatória moderna e eficaz. Ao exigir de cada instituição bancária a manutenção de um montante mínimo de capital próprio equivalente a 8% dos ativos ponderados pelo risco, passou-se a acreditar que os sistemas bancários estariam razoavelmente protegidos da ocorrência de novas crises.

Basileia I

O acordo de Basileia I foi implantado no Brasil por meio da Resolução 2.099/94, de 17 de agosto de 1994. Como já mencionado, nesse momento, o Brasil havia acabado de implantar o Plano Real, dando fim ao longo período de altas taxas de inflação no país. Um dos

grandes desafios naquele momento era o de promover a reestruturação do sistema bancário nacional, que havia se tornado, ao longo das duas décadas anteriores, altamente dependente das receitas inflacionárias. A implantação de Basileia I representou o início da estratégia de adotar no país os padrões internacionais de regulação bancária prudencial, vistos como os mais modernos e mais capazes de tornar o sistema bancário nacional mais sólido e resistente a crises.

De acordo com a Resolução 2.099/94, o capital regulatório mínimo recebeu o nome de “Patrimônio Líquido Exigível” (PLE), enquanto que o capital efetivamente mantido pela instituição foi chamado de “Patrimônio Líquido Ajustado” (PLA). Cabe mencionar que, posteriormente, esses nomes foram alterados. Em 2001, por meio da Resolução 2.837/01, o PLA passou a ser chamado de “Patrimônio de Referência” (PR). Com a migração para Basileia II, a partir de 2007, o PLE passou a ser chamado de “Patrimônio de Referência Exigido” (PRE).

A norma brasileira que instituiu Basileia I adotou inicialmente o índice mínimo previsto no acordo em termos de alocação de capital: 8% dos ativos ponderados pelo risco (APR). No entanto, em 1997, a Resolução 2.399/97 elevou esse limite para 10%, de forma a ser aplicado a partir de janeiro de 1998. E, em 1999, a Resolução 2.606/99 aumentou-o novamente até o patamar de 11%, com vigência a partir de janeiro de 1999, o qual se mantém desde então e só será alterado com a implantação das regras de Basileia III, como será visto mais à frente.

Seguindo o que o Comitê de Basileia preconizava na ocasião, a adoção pelo Brasil, em 1994, de Basileia I abrangia apenas o cálculo de capital regulatório para fins de risco de crédito. No entanto, em 1996, como já mencionado anteriormente, o Comitê de Basileia editou uma emenda ao acordo original, instituindo metodologia de cálculo para uma nova parcela de capital regulatório com vistas a abarcar um segundo tipo de risco: o risco de mercado. O Brasil decidiu aderir à Emenda de 1996 de Basileia apenas ao final da década de 1990 e início dos anos 2000, por meio das Resoluções 2.606/99 e 2.692/00. A Emenda de 1996 previa dois métodos de cálculo do capital regulatório para risco de mercado: (i) abordagem padronizada e (ii) modelos internos. O Brasil, à época, decidiu adotar apenas a abordagem padronizada.

Quanto às normas mencionadas, cabe destacar três aspectos relevantes: (i) a norma brasileira previa a exigência de capital regulatório para efeitos de apuração do PLE apenas

para dois tipos de risco de mercado: risco de taxas de juros e risco cambial; (ii) no caso do risco de taxas de juros, exigia-se capital regulatório apenas para as operações em moeda nacional e com taxas pré-fixadas; (iii) o método de cálculo adotado na norma brasileira para o risco de taxas de juros não seguia a metodologia prevista na Emenda de 1996, valendo-se, em contrapartida, da metodologia de valor em risco (VaR). Por seu lado, o método de cálculo para o risco cambial seguiu a metodologia proposta na Emenda de 1996 de Basileia.

Basileia II

A migração, no Brasil, de Basileia I para Basileia II foi iniciada com a edição do Comunicado 12.746/04. Por meio dele, o BCB informou ao mercado a decisão de implantar o novo acordo, definindo, para isso, diretrizes e um cronograma de ações. Entre as ações planejadas estavam previstas a edição das normas necessárias a implantar o arcabouço regulatório de Basileia II no país, a definição das regras para o processo de candidatura das instituições com vistas à adoção dos modelos internos, a definição do processo de validação dos modelos internos desenvolvidos pelas instituições postulantes e a definição das regras para o processo de implantação dos modelos validados.

No entanto, em 2007, o cronograma foi alterado por meio do Comunicado 16.137/07. A razão apresentada foi a de conciliar o cronograma ao ritmo dos trabalhos desenvolvidos pelas instituições financeiras, bem como ao ritmo das reuniões técnicas realizadas com os representantes dos bancos. Em 2009, em decorrência dos desdobramentos da crise financeira internacional de 2007-2008, esse cronograma foi novamente ajustado, por meio do Comunicado 19.028/09, postergando os prazos.

De acordo com o cronograma estabelecido em 2009, o processo de migração para Basileia II contemplaria as seguintes etapas:

- i) Até o final de 2009: estabelecimento dos critérios de elegibilidade para adoção de modelos internos para apuração do requerimento de capital para risco de mercado; divulgação do processo de solicitação de autorização para uso de modelos internos para

- apuração do requerimento de capital para risco de mercado; e divulgação dos pontos-chave para formatação de base de dados para sistemas internos para apuração de requerimento de capital para risco operacional;
- ii) Até o final do primeiro semestre de 2010: início do processo de autorização para uso de modelos internos para apuração do requerimento de capital para risco de mercado;
 - iii) Até o final de 2010: estabelecimento dos critérios de elegibilidade para a implantação da abordagem baseada em classificações internas para apuração de requerimento de capital para risco de crédito; e divulgação do processo de solicitação de autorização para uso da abordagem baseada em classificações internas para apuração de requerimento de capital para risco de crédito;
 - iv) Até o final de 2011: estabelecimento dos critérios de elegibilidade para adoção de modelos internos de apuração de requerimento de capital para risco operacional; e divulgação do processo de solicitação de autorização para uso de modelos internos de apuração de requerimento de capital para risco operacional;
 - v) Até o final de 2012: início do processo de autorização para uso das abordagens básica e avançada baseadas em classificações internas para apuração de requerimento de capital para risco de crédito;
 - vi) Até o final do primeiro semestre de 2013: início do processo de autorização para uso de modelos internos de apuração de requerimento de capital para risco operacional.

Como já discutido anteriormente, Basileia II está estruturado em três pilares. O Pilar 1 destina-se ao cálculo do capital regulatório para três tipos de risco: crédito, mercado e operacional. O Pilar 2 destina-se ao processo de revisão pela supervisão. Por sua vez, o Pilar 3 trata da disciplina de mercado. Quanto à abrangência dos riscos tratados pelos Acordos de Basileia, cabe lembrar que Basileia I, em seu formato original, só previa o cálculo de capital regulatório para fins de risco de crédito. A Emenda de 1996, por seu lado, passou a abranger o

cálculo de capital regulatório para fins de risco de mercado. Já em relação ao risco operacional, só com Basileia II é que se passou a calcular capital regulatório para esse tipo de risco.

No entanto, é necessário destacar que o processo de revisão pela supervisão (SRP), previsto no Pilar 2 de Basileia II, abrange não só o processo de revisão e avaliação pelo órgão de supervisão (SREP), mas também o processo de autoavaliação de capital pela própria instituição (ICAAP). O Pilar 2 também prevê a alocação de capital regulatório para os demais tipos de riscos não mensurados no âmbito do Pilar 1.

Pilar 1

Dentro do escopo do Pilar I, destinado ao cálculo do capital regulatório para os riscos de crédito, mercado e operacional, as principais normas editadas estão indicadas no Quadro 12.

Quadro 12 – Basileia II: Principais normas relativas a Pilar 1

Item	Objetivo da Medida	Norma
1.	Implantação de estruturas de gerenciamento de risco:	
1.1.	Estrutura de gerenciamento do risco operacional	Resolução 3.380/06
1.2.	Estrutura de gerenciamento do risco de mercado	Resolução 3.464/07
1.3.	Estrutura de gerenciamento do risco de crédito	Resolução 3.721/09
2.	Definição de Patrimônio de Referência (PR)	Resolução 3.444/07
3.	Definição de Patrimônio de Referência Exigido (PRE):	Resolução 3.490/07
3.1.	Definição da parcela PEPR (Risco de Crédito)	Circular 3.360/07
3.2.	Definição da parcela POPR (Risco Operacional)	Circular 3.383/08
3.3.	Definição das parcelas referentes a risco de mercado:	
3.3.1.	Parcela PJUR (Juros):	
3.3.1.1.	Parcela PJUR[1] (Juros Pré)	Circular 3.361/07
3.3.1.2.	Parcela PJUR[2] (Cupom Cambial)	Circular 3.362/07
3.3.1.3.	Parcela PJUR[3] (Cupom Inflação)	Circular 3.363/07
3.3.1.4.	Parcela PJUR[4] (Cupom Juros)	Circular 3.364/07
3.3.2.	Parcela PACS (Ações)	Circular 3.366/07
3.3.3.	Parcela PCOM (Commodities)	Circular 3.368/07
3.3.4.	Parcela PCAM (Câmbio)	Circular 3.389/08
4.	Modelos Internos de Risco de Mercado	Circular 3.478/09
5.	Modelos Internos de Risco de Crédito	Circular 3.581/12

Fonte: BCB. Elaboração própria.

A Resolução 3.490/07 definiu que o capital regulatório para fins de Basileia II, denominado de “Patrimônio de Referência Exigido” (PRE), é calculado pela fórmula:

$$\text{PRE} = P_{\text{EPR}} + P_{\text{CAM}} + P_{\text{JUR}} + P_{\text{COM}} + P_{\text{ACS}} + P_{\text{OPR}}$$

Onde:

P_{EPR} = parcela referente às exposições ponderadas pelo respectivo fator de ponderação de risco. Na prática, essa parcela é destinada ao risco de crédito;

P_{CAM} = parcela referente ao risco de mercado das exposições em ouro, em moeda estrangeira e em operações sujeitas à variação cambial;

P_{JUR} = parcela referente ao risco de mercado das operações sujeitas à variação de taxas de juros e classificadas na carteira de negociação;

P_{COM} = parcela referente ao risco de mercado das operações sujeitas à variação do preço de mercadorias (commodities);

P_{ACS} = parcela referente ao risco de mercado das operações sujeitas à variação do preço de ações e classificadas na carteira de negociação;

P_{OPR} = parcela referente ao risco operacional.

Pilar 2

Como já mencionado, o Pilar 2, que trata do chamado processo de revisão pela supervisão (SRP), é composto por dois processos de avaliação. O primeiro é o processo de autoavaliação da adequação de capital pelas próprias instituições bancárias (ICAAP). O segundo é o processo de revisão e avaliação executado pelo órgão supervisor abrangendo a adequação de capital regulatório e a gestão de riscos como um todo (SREP). Ao executar o ICAAP, as instituições devem calcular também os requerimentos de capital para os demais riscos incorridos pelas elas incorridos. Como já mencionado no capítulo anterior, o ICAAP não é apenas um documento, mas um processo que deve ser executado periodicamente e mantido em bases permanentes. Faz parte, ainda, do Pilar 2 a obrigação da instituição bancária de elaborar um

Plano de Capital, destinado a registrar o planejamento quanto à forma de se cumprir os requerimentos de capital regulatório calculados durante o processo de revisão, bem como as estratégias quanto às contingências e às necessidades futuras de capital em função das expectativas de expansão dos negócios.

No Brasil, a norma que trata do processo de gestão de capital é a Resolução 3.988/11. Já o processo de ICAAP foi regulado por meio da Circular 3.547/11. Ambas as normas foram editadas em meados de 2011. Cabe observar, ainda, que outros dispositivos relativos à avaliação do processo de gestão e alocação de capital pelo BCB estão espalhados nas normas vigentes. Algumas delas são anteriores à própria edição de Basileia II, como é o caso, por exemplo, da Resolução 2.554/98, que dispõe sobre os sistemas de controles internos que devem ser implantados e mantidos pelas instituições. Uma das normas editadas em 2007 que traz matéria de Pilar 2 é a Circular 3.365/07. Essa norma dispõe sobre a mensuração de requerimentos de capital para o risco de taxa de juros das operações não classificadas na carteira de negociação (*banking book*). De acordo com as normas que definem o cálculo do PRE, a parcela P_{JUR} de risco de mercado só se aplica aos títulos mantidos na carteira "*trading book*". Logo, o risco de mercado decorrente do risco de taxa de juros dos títulos mantidos na carteira "*banking book*", que não é coberto pelo capital regulatório calculado no âmbito do Pilar 1, deve ser tratado no âmbito do Pilar 2.

Pilar 3

Com vistas a criar regras de transparência e viabilizar o processo de disciplina de mercado previstos no Pilar 3, o BCB editou a Circular 3.477/09. Essa norma define as regras de divulgação das informações referentes à gestão de riscos, ao Patrimônio de Referência Exigido (PRE) e à adequação do Patrimônio de Referência (PR). Ela traz em seu texto um rol de informações que devem ser publicadas regularmente pelas instituições de forma a viabilizar o mecanismo de "disciplina de mercado", como discutido no capítulo anterior.

Abordagens padronizadas do Pilar 1

Como diretriz geral, o BCB definiu que a maioria das instituições financeiras poderiam utilizar somente as abordagens padronizadas, que são as mais simples de serem desenvolvidas e aplicadas. De acordo com a diretriz do processo de implantação de Basileia II, apenas as grandes instituições bancárias estariam aptas a se candidatar ao uso de abordagens baseadas em modelos internos. Além disso, aquelas instituições que estiverem aptas e quiserem utilizar as abordagens avançadas de alocação de capital teriam o ônus de demonstrar à autoridade supervisora a capacidade para desenvolver e gerir tais abordagens.

Risco de Crédito – Abordagem Padronizada

De acordo com a fórmula de cálculo do PRE (Patrimônio de Referência Exigido) prevista na Resolução 3.490/07, a parcela P_{EPR} é destinada genericamente ao cálculo da alocação de capital para as exposições ponderadas pelo risco. No entanto, em termos práticos, ela destina-se fundamentalmente ao risco de crédito.

No que se refere à adoção de abordagens padronizadas para risco de crédito, cabe ressaltar que, ao contrário do que preconiza os termos do acordo de Basileia II, o BCB decidiu não permitir o uso da metodologia baseada em *ratings* fornecidos por agências externas de classificação de risco de crédito. Em contrapartida, as ponderações dos ativos devem ser feitas a partir de fatores de ponderação de risco (FPR) definidos pelo próprio BCB na Circular 3.360/07. Esses fatores de ponderação espelham de forma geral os fatores de ponderação de risco previstos no texto do acordo para os quais não haja *rating* fornecido por agência externa classificadora de risco de crédito.

Desta forma, no Brasil, a abordagem padronizada de Basileia II para risco de crédito mostra-se muito assemelhada à abordagem utilizada no âmbito de Basileia I. No entanto, cabe destacar que alguns aprimoramentos importantes foram introduzidos. Um dos principais aprimoramentos diz respeito à incorporação de instrumentos específicos para mitigação de risco de crédito, bem como o tratamento de derivativos e exposições *fora-de-balanço*. Nesse sentido, a

Circular 3.360/07 prevê que, quando houver um instrumento de mitigação de risco, em vez de se usar o FPR (Fator de Ponderação de Risco) daquela exposição, deve-se utilizar o FPR específico do mitigador, que é naturalmente menor. Desta forma, troca-se um FPR maior por um FPR menor, o que leva à diminuição da parcela P_{EPR} . A referida norma traz em seu texto a relação de mitigadores de risco aceitos, tais como garantias hipotecárias, instrumentos de alienação fiduciária, garantias pessoais, derivativos de crédito, operações ativas vinculadas etc.

Risco de Mercado – Abordagem Padronizada

Em relação à abordagem padronizada para risco de mercado, a metodologia adotada para o cálculo das parcelas P_{CAM} , P_{COM} e P_{ACS} segue o método padrão utilizado por Basileia II: *maturity ladder*. No entanto, faz-se necessário destacar que, para as parcelas P_{JUR} , há uma diferença importante: enquanto que as parcelas $P_{JUR[2]}$, $P_{JUR[3]}$ e $P_{JUR[4]}$ seguem a metodologia *maturity ladder*, a parcela $P_{JUR[1]}$ segue uma metodologia VaR, semelhante à que havia sido adotada pelo Brasil em 2000 (Circular 2.972/00), por ocasião da implantação da Emenda de 1996 de Basileia I.

Risco Operacional – Abordagens Padronizadas

No que se refere ao cálculo de capital regulatório para risco operacional, que é uma das grandes novidades trazidas por Basileia II, a Circular 3.383/08 estabeleceu três tipos de abordagens padronizadas: (a) Abordagem do Indicador Básico (*Basic Indicator Approach – BIA*); (b) Abordagem Padronizada Alternativa (*Alternative Standardized Approach – ASA*); (c) Abordagem Padronizada Simplificada (*ASA-2*).

Como já discutido no capítulo anterior, as abordagens padronizadas para risco operacional adotam como base de cálculo o resultado bruto da instituição. Trata-se de uma aproximação para o que seria de fato o montante da exposição da instituição em termos de risco operacional. Presume-se que por trás dessa metodologia estejam dois pressupostos, que são passíveis de muitos questionamentos: (i) quanto maior o resultado bruto de uma instituição,

maior tende a ser o volume de suas operações; (ii) quanto maior o volume de operações, maior tende a ser o risco operacional incorrido pela instituição.

O objetivo de se adotar o resultado bruto como base de cálculo foi o de definir uma metodologia de apuração do capital regulatório que fosse suficientemente simples para ser aplicada por instituições menores e menos complexas. Adicionalmente, como o cálculo de capital para risco operacional é uma novidade trazida por Basileia II, havia a preocupação com a falta de familiaridade das instituições com a mensuração desse tipo de risco.

Apesar das preocupações legítimas de Basileia com a definição de uma forma de cálculo suficientemente simples, não há como desconsiderar os problemas inerentes a esse tipo de opção metodológica. A base de cálculo escolhida é significativamente ineficaz para o fim a que se destina. A maior ou menor exposição ao risco operacional só está vinculada ao resultado bruto da instituição de uma forma muito indireta. Duas instituições que apresentem o mesmo resultado bruto podem ter exposições muito distintas em termos de risco operacional (perdas decorrentes de falhas de processos, falhas de pessoas, falhas de sistemas informatizados, processos judiciais etc.). Além disso, aquela instituição que estiver incorrendo em perdas decorrentes de eventos de risco operacional em razão, por exemplo, de processos falhos de gestão, não terá, do ponto de vista de alocação de capital, estímulos para investir na melhoria dessa deficiência de processos. Isso porque, nas metodologias padronizadas para o risco operacional, o capital alocado não depende da maior ou menor predisposição da instituição em incorrer em perdas derivadas de eventos de risco operacional. Além desse problema metodológico, observa-se, ainda, que, quando uma instituição apresentar um resultado bruto negativo ou equivalente a zero, ela não terá que alocar capital para risco operacional. Contudo, não há razão técnica, em termos de gestão de risco operacional, para a instituição deixar de alocar capital regulatório pelo fato de ter incorrido em resultado bruto negativo ou zerado.

Essas deficiências relacionadas à metodologia adotada nas abordagens padronizadas de risco operacional ficaram mais evidentes com a crise financeira internacional de 2007-2008. Nesse período, os resultados brutos das instituições bancárias caíram significativamente, trazendo para baixo a alocação de capital para efeitos de risco operacional.

Explicitou-se, assim, um dos graves problemas da metodologia utilizada nas abordagens padronizadas de risco operacional. Por conta desse tipo de deficiência, já está em andamento no âmbito de Basileia um processo de revisão das abordagens padronizadas em questão.

De acordo com a Circular 3.383/08 e a Carta-Circular 3.316/08, a apuração do resultado bruto é feita a partir de um indicador chamado de “Indicador de Exposição ao Risco Operacional” (IE). Ele é definido como o resultado bruto da intermediação financeira, desconsideradas as despesas ou receitas de provisões para operações de crédito e somando-se as receitas com prestações de serviços. A Carta-Circular 3.316/08 traz uma extensa relação de itens que compõem esse indicador.

Abordagem BIA

Pela abordagem BIA, a parcela P_{OPR} é calculada multiplicando-se a média dos valores positivos de IE (“Indicador de Exposição ao Risco Operacional”) dos três últimos períodos anuais pelo fator “ α ” e pelo fator “Z”. O fator “ α ” é fixo em 15%, enquanto que o fator “Z” depende de um cronograma de exigibilidade estabelecido pela norma (Quadro 13).

Quadro 13 – Cronograma de exigibilidade da parcela POPR (Fator "Z")

Período	Segmento Bancário	Outros Segmentos
jul-dez/2008	0,20	0,05
jan-jun/2009	0,50	0,20
jul-dez/2009	0,80	0,35
jan-jun/2010	1	0,50
jul-dez/2010	1	0,80
jan/2011 em diante	1	1

Fonte: Circular 3.383/08 (elaboração própria).

A Circular 3.383/08 estabeleceu que a parcela P_{OPR} seria exigida de forma gradual, a fim de proporcionar um período maior para as instituições se prepararem em termos de

alocação de capital. Uma vez que a parcela de capital para risco operacional seria totalmente nova, o BCB julgou prudente conceder às instituições um período mais dilatado para adequação à nova parcela de capital regulatório, por meio da criação do fator “Z”. Esse fator varia entre 0,05 e 1 e incide sobre o montante apurado para a parcela P_{OPR} .

De acordo com o cronograma estabelecido pela norma, o segmento bancário deveria aplicar um fator correspondente a 20% do valor calculado para o P_{OPR} , sendo que esse percentual seria gradativamente elevado até atingir 100% ao longo de um ano e meio. Para os demais segmentos do sistema financeiro, o cronograma foi um pouco mais gradual, com o fator “Z” variando de 0,05 a 1 ao longo de dois anos e meio.

O cálculo da parcela P_{OPR} pela abordagem BIA é dada pela fórmula:

$$P_{OPR} = Z \cdot \frac{\sum_{t=1}^3 \max [0,15 \times IE_t; 0]}{n}$$

Abordagem ASA

A abordagem ASA parte da divisão inicial das atividades da instituição em oito linhas de negócios: (i) Varejo; (ii) Comercial; (iii) Finanças Corporativas; (iv) Negociação e Vendas; (v) Pagamentos e Liquidações; (vi) Serviços de Agente Financeiro; (vii) Administração de Ativos; (viii) Corretagem de Varejo.

Para cada linha de negócio, calcula-se o IE (“Indicador de Exposição ao Risco Operacional”) correspondente. No caso das linhas de negócio “Varejo” e “Comercial”, usa-se outro indicador de exposição: o “Indicador Alternativo de Exposição ao Risco Operacional” (IAE). O IAE corresponde a 3,5% do saldo da carteira de empréstimos e adiantamentos da linha. No caso da linha de negócio “Comercial”, o saldo inclui o valor contábil dos títulos mantidos na carteira “*banking book*”.

Os IE e IAE calculados devem ser multiplicados pelo respectivo fator “ β ” previsto na norma (Quadro 14). Em seguida, a parcelar P_{OPR} é obtida a partir da média dos três

últimos períodos anuais dos IE e IAE ponderados, multiplicando-se o resultado final pelo fator “Z” (Quadro 13). Cabe destacar que, por esse método de cálculo, o eventual valor negativo do IE de uma linha de negócio pode compensar o valor positivo do IE de outra linha de negócio.

Quadro 14 – Fator “β” para linhas de negócio

Fator “β”	Linha de Negócio
18%	Pagamentos e Liquidações Negociação e Vendas Finanças Corporativas
15%	Comercial Serviços de Agente Financeiro
12%	Varejo Administração de Ativos Corretagem de Varejo

O cálculo da parcela P_{OPR} na abordagem ASA é definido pela fórmula:

$$P_{OPR} = Z \cdot \frac{\sum_{t=1}^3 \max \left[\left(\sum_{i=1}^2 IAE_{i,t} \times \beta_i \right) + \left(\sum_{j=3}^8 IE_{j,t} \times \beta_j \right); 0 \right]}{3}$$

Abordagem ASA-2

Na abordagem ASA-2, o método de cálculo utilizado é semelhante ao da abordagem ASA. Ou seja, as atividades da instituição são divididas em oito linhas de negócio e são calculados os IAE, para as linhas de negócio “Varejo” e “Comercial”, e o IE, para as demais linhas de negócio. A diferença é que as linhas de negócio “Varejo” e “Comercial” são tratadas como uma única linha de negócio, aplicando-se em seguida um fator “β” de 15%. As demais

linhas de negócio também são unificadas em uma única linha, multiplicando-se, em seguida, o IE calculado por um fator “β” de 18%. Logo, diferentemente da abordagem ASA, na abordagem ASA-2 são calculados apenas um IAE e um IE.

Desta forma, o cálculo da parcela P_{OPR} na abordagem ASA-2 é definido pela fórmula:

$$P_{OPR} = Z \cdot \frac{\sum_{t=1}^3 \max \{ [(IAE_t \times 0,15) + (IE_t \times 0,18)] ; 0 \}}{3}$$

Abordagens avançadas do Pilar 1

As abordagens avançadas (modelos internos) para cálculo de capital regulatório relativo aos riscos abrangidos pelo Pilar 1 estão destinadas apenas às instituições maiores e mais complexas. Entende-se que o desenvolvimento e uso desse tipo de abordagem implicam custos e capacidades que não estão facilmente ao alcance das instituições menores e menos complexas.

No Brasil, a primeira das normas que regulamentam o uso de abordagens avançadas foi a Circular 3.478/09, que dispõe sobre os modelos internos de risco de mercado. Essa norma estabelece que apenas os bancos múltiplos, caixas econômicas e bancos comerciais (exceto bancos cooperativos) poderão optar pelo uso de modelos internos de risco de mercado. O uso desses modelos internos depende de autorização concedida pelo BCB, mediante a apresentação de candidatura. As demais instituições financeiras não poderão utilizar modelos internos, exceto aquelas que fazem parte do conglomerado financeiro que seja integrado por banco múltiplo, caixa econômica ou banco comercial.

Segundo a Circular 3.478/09, os modelos internos a serem desenvolvidos devem utilizar a metodologia de valor em risco (VaR). A referida norma estabelece, ainda, que as instituições aptas ao uso dos modelos internos de risco de mercado podem solicitar autorização

ao BCB a partir de 30 de junho de 2010. Cabe destacar que é requisito essencial para a apresentação da candidatura que os bancos comprovem a utilização de modelos internos com a metodologia VaR para a gestão de risco de mercado há pelo menos dois anos. Não havia, até o final de 2011, nenhuma autorização concedida a instituições bancárias no país.

A segunda norma que regulamenta o uso de abordagens avançadas foi a Circular 3.581/12, que dispõe sobre os modelos internos de risco de crédito. Trata-se de uma norma significativamente longa e complexa, composta por 184 artigos espalhados em 119 páginas.

Essa norma estabelece que apenas os bancos múltiplos, caixas econômicas, bancos comerciais (exceto bancos cooperativos não integrantes de conglomerado financeiro) e o BNDES poderão optar pelo uso de modelos internos de risco de crédito (abordagem IRB). As demais instituições financeiras não poderão utilizar modelos internos, exceto aquelas que fazem parte de conglomerado financeiro integrado por banco múltiplo, caixa econômica, banco comercial ou pelo BNDES.

Entre os requisitos para aprovação da abordagem IRB pelo BCB, exige-se que os dados estatísticos relativos a perdas abranjam um histórico de longo prazo, de até sete anos. A norma prevê, ainda, a necessidade de um grande detalhamento dos dados por tipo de operação, tipo de cliente e tipo de garantia.

O uso da abordagem IRB também depende de autorização a ser concedida pelo BCB, a qual deve ser solicitada mediante o cumprimento de requisitos específicos para a apresentação de candidatura. As instituições candidatas à utilização de abordagens IRB deverão solicitar a autorização a partir de 28 de dezembro de 2012. Cabe ressaltar que somente serão aceitas candidaturas de bancos que comprovem a utilização prévia de abordagem IRB há pelo menos um ano.

A última das normas referentes a modelos internos, a que tratará de risco operacional (modelo AMA), ainda está na fase de elaboração e discussão com os representantes

do sistema bancário. Espera-se que essa norma seja editada no final do ano de 2012 ou no primeiro semestre de 2013.

Basileia III

Em 17 de fevereiro de 2011, o BCB editou o Comunicado 20.615/11 apresentando as diretrizes para o processo de adoção de Basileia III no Brasil. Além das diretrizes, o referido documento traz um cronograma de implantação, dando destaque à futura edição de normas específicas sobre os elementos essenciais de Basileia III.

Nesse comunicado, o BCB esclarece que as recomendações de Basileia III são consideradas aprimoramentos da estrutura de regulação prudencial representada por Basileia II. Nesse sentido, o Comunicado 20.615/11 recomenda sua leitura em conjunto com as informações contidas nos Comunicados 12.746/04, 16.137/07 e 19.028/09, que tratam da implantação de Basileia II.

Como já discutido no segundo capítulo, Basileia III não é uma ruptura com Basileia II. Trata-se de um conjunto complementar de recomendações emitidas pelo Comitê de Basileia. Apesar da extensão dos ajustes, Basileia III mantém as estruturas básicas de Basileia II. Como discutido no segundo capítulo, a nova denominação deve-se, em grande medida, à necessidade de dar-se uma resposta à opinião pública internacional em face das deficiências de Basileia II evidenciadas pela crise financeira internacional de 2007-2008.

De acordo com o comunicado editado pelo BCB, um dos principais elementos de Basileia III é a nova definição de capital. Segundo as diretrizes contidas no referido documento, o PR (Patrimônio de Referência) permanecerá composto pelos Níveis I e II. Conforme recomendado pelo Comitê, o Nível I passará a ser formado por duas parcelas: (i) Capital Principal (*Common Equity Tier 1*); (ii) Capital Adicional (*Additional Tier 1*).

Essa divisão visa facilitar a inclusão no capital Nível I de elementos que possuam capacidade efetiva de absorver perdas durante o funcionamento da instituição. Já o

capital de Nível II será constituído de elementos capazes de absorver perdas em caso de constatação da inviabilidade do funcionamento da instituição.

A parcela referente ao Capital Principal será composta basicamente pelo capital social, constituído por ações ordinárias e ações preferenciais não resgatáveis e sem mecanismos de cumulatividade de dividendos, bem como por lucros retidos, deduzindo-se os valores referentes aos ajustes regulamentares, como créditos tributários decorrentes de diferenças temporárias, prejuízos fiscais, participações em sociedades seguradoras não controladas, ações em tesouraria etc.

Uma das diretrizes é que sejam parcialmente reconhecidos na estrutura de capital os créditos tributários oriundos de diferenças temporárias e os investimentos relevantes em sociedades seguradoras não controladas, até certos limites. Há estudos para que essas deduções ocorram entre 1 de julho de 2012 e 1 de janeiro de 2018, embora Basileia III recomende que tais deduções só sejam realizadas a partir de 1 de julho de 2014.

Existem estudos, também, para o tratamento prudencial de investimentos em seguradoras controladas, visando, assim, garantir que os riscos incorridos por essas instituições sejam refletidos na alocação de capital do conglomerado bancário.

Em relação à parcela relativa ao “Capital Adicional”, há a tendência de que a futura definição preveja em sua composição os instrumentos híbridos de capital e dívida que atendam aos requisitos: (a) de absorção de perdas durante o funcionamento da instituição financeira, (b) de subordinação, (c) de perpetuidade e (d) de não cumulatividade de dividendos.

Outra diretriz apontada no documento sinaliza que o capital de Nível II tende a ser composto por: (a) instrumentos híbridos de capital e dívida que não se qualifiquem para integrar o Capital Adicional, (b) por instrumentos autorizados de dívida subordinada e (c) por ações preferenciais que não se qualifiquem para compor o Nível I.

O início da exigência de valores mínimos independentes para o Capital Principal, para o Nível I e para o total do PR, em relação aos ativos ponderados pelo risco (RWA

– *Risk-Weighted Assets*), está previsto para 1 de janeiro de 2013, de acordo com o cronograma de apresentado.

Outra novidade de Basileia III que está prevista nas diretrizes do BCB diz respeito ao risco de crédito de contraparte. Estão previstas mudanças nos requerimentos de capital para esse tipo de risco, tanto para a abordagem padronizada como para as abordagens IRB, de forma a garantir a inclusão dos riscos relevantes na estrutura de capital. O documento prevê que o risco de crédito de contraparte decorrente do ajuste de avaliação do crédito (*Credit Valuation Adjustment – CVA*), que está associado a perdas decorrentes do método de marcação-a-mercado, também será considerado no cálculo de capital regulatório.

Além disso, o BCB manteve a decisão de não utilizar metodologia baseada nas classificações realizadas por agências externas de classificação de risco de crédito para apuração do PRE, conforme previsto no Comunicado 12.746/04. Como já mencionado anteriormente, a crise financeira internacional de 2007-2008 revelou sérios problemas de conflito de interesses na relação dessas agências de *rating* com as instituições financeiras.

Outra novidade importante de Basileia III também prevista nas diretrizes do BCB é a criação das duas novas parcelas de capital: (a) Capital de Conservação e (b) Capital Contracíclico. Como visto no segundo capítulo, o “Capital de Conservação” corresponde a um montante complementar às exigências mínimas regulamentares e é constituído de elementos aceitos para compor o “Capital Principal”. Seu objetivo é aumentar o poder de absorção de perdas das instituições financeiras, sendo constituído em períodos favoráveis do ciclo econômico, de forma a ser utilizado em períodos de estresse. O “Capital Contracíclico” busca assegurar que o capital mantido pelas instituições financeiras contemple os riscos decorrentes de alterações no ambiente macroeconômico. De acordo com as diretrizes, essa parcela de capital também é constituída por elementos aceitos no “Capital Principal” e será requerida em caso de crescimento excessivo do crédito associado a uma potencial acumulação de risco sistêmico. Não obstante o cronograma estabelecido, que prevê sua constituição gradativa a partir de 1 de janeiro de 2014, eventuais elevações do percentual de “Capital Contracíclico” serão divulgadas pelo BCB com doze meses de antecedência.

Outra medida trazida por Basileia III e prevista no documento do BCB diz respeito à utilização de um “Índice de Alavancagem”. Como já discutido no capítulo anterior, o Comitê de Basileia passou a recomendar a adoção de um índice de alavancagem como medida complementar aos mecanismos de adequação de capital regulatório. Esse índice é apurado por meio da divisão do valor do capital Nível I pelo valor da exposição total. Cabe destacar que, no cálculo da exposição total, devem ser utilizadas informações contábeis líquidas de provisões, sem a dedução de nenhum tipo de mitigador de risco de crédito ou de depósitos. Para a apuração das exposições em derivativos, é considerado o valor da sua exposição contábil acrescido ao valor da sua exposição potencial futura.

O documento do BCB também contempla outra importante medida trazida por Basileia III: a criação de dois índices de liquidez, um de curto prazo e outro de longo prazo. O documento chama o primeiro desses índices (LCR – *Liquidity Coverage Ratio*) de “Índice de Liquidez de Curto Prazo”. Como visto, o seu objetivo é evidenciar se as instituições dispõem de recursos de alta liquidez para resistir a um cenário de estresse financeiro agudo com duração de um mês. Ele será calculado com base na razão entre estoque de ativos de alta liquidez e as saídas líquidas no prazo de até 30 dias. Os valores que compõem o numerador e o denominador do índice serão ajustados de acordo com os fatores de ponderação previstos nas normas de Basileia III. O comportamento das saídas de depósitos será considerado em função do tipo de garantia dada à operação, do tipo de cliente e do seu grau de relacionamento com o banco. Segundo as diretrizes do BCB, o cálculo do “Índice de Liquidez de Curto Prazo” segue a fórmula:

$$\text{LCR} = (\text{Estoque de ativos de alta liquidez}) / (\text{Saídas líquidas no prazo de até 30 dias})$$

Por seu lado, o segundo índice de liquidez previsto em Basileia III (NSFR – *Net Stable Funding Ratio*) é chamado pelo documento do BCB de “Índice de Liquidez de Longo Prazo”. Seu objetivo é incentivar as instituições a financiarem suas atividades com fontes mais estáveis de captação. A fórmula de cálculo previsto no documento do BCB é dada pela expressão:

$$\text{NSFR} = (\text{total de captações estáveis disponíveis}) / (\text{total de captações estáveis necessárias})$$

O numerador do NSFR é composto pelas captações estáveis da instituição, destacando-se valores integrantes do Nível I e do Nível II do PR e as obrigações com vencimento efetivo igual ou superior a um ano. O denominador é composto pela soma dos ativos que não possuem liquidez imediata e pelas exposições fora de balanço, multiplicados por um fator que representa sua potencial necessidade de captação (RSF – *Required Stable Funding*).

No documento, o BCB diz que irá monitorar, conjuntamente com o Comitê de Basileia, a evolução dos índices de liquidez com o intuito de avaliar seus efeitos nos mercados financeiros e de assegurar sua correta especificação e calibragem.

O Quadro 15 traz um resumo do cronograma de aumento da composição de capital previsto pelo BCB. Adicionalmente, o Comunicado 20.615/11 estabelece o seguinte cronograma para a regulamentação das mencionadas diretrizes:

- i) Até dezembro de 2011: nova definição do PR, e reformulação dos normativos para remessa de informações sobre liquidez;
- ii) Até julho de 2012: revisão dos procedimentos de cálculo do requerimento de capital para o risco de crédito de contraparte;
- iii) Até dezembro de 2012: estabelecimento do Capital de Conservação e do Capital Contracíclico e divulgação da metodologia preliminar da composição e cálculo do LCR e do Índice de Alavancagem;
- iv) Até dezembro de 2013: definição final da composição e cálculo do LCR;
- v) Até dezembro de 2014: divulgação da metodologia preliminar da composição e cálculo do NSFR;
- vi) Até dezembro de 2016: definição final da composição e cálculo do NSFR;
- vii) Até julho de 2017: definição final da composição e cálculo do Índice de Alavancagem.

Quadro 15 – Basileia III - Cronograma de composição do capital

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Parâmetro/RWA	0,11	0,11	0,11	0,09875	0,0925	0,08625	0,08
Capital Principal	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Nível I	5,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
PR	11	11	11	9,875	9,25	8,625	8
Capital de Conservação	-	-	-	0,625	1,25	1,875	2,5
PR + Capital de Conservação	11	11	11	10,5	10,5	10,5	10,5
Capital Contracíclico (até)	-	0,625	1,25	1,875	2,5	2,5	2,5
PR + Capital de Conservação + Capital Contracíclico (até)	11	11,625	12,25	12,375	13	13	13

Nota: RWA - Risk-Weighted Assets

Fonte: BCB - Comunicado 20.615/11. Elaboração própria.

Âmbito de aplicação dos Acordos de Basileia no Brasil

Conforme discussão realizada no segundo capítulo, o primeiro Acordo de Basileia foi concebido para ser aplicado apenas aos grandes bancos internacionalmente ativos. No entanto, o Acordo de 1988 acabou adquirindo uma dimensão inesperada ao ser alçado à categoria de novo paradigma de regulação prudencial aplicável a todos os bancos, incluindo os bancos menores e menos complexos, bem como aqueles que só atuam no âmbito doméstico. Basileia II acabou por referendar essa ampliação de escopo, ao prever abordagens simplificadas para serem aplicadas por instituições bancárias menores e menos complexas.

No entanto, no Brasil, o BCB decidiu estender a aplicação dos Acordos de Basileia às instituições financeiras dos segmentos não bancários. De acordo com a Resolução 3.490/07, Basileia II é aplicável a todas as instituições financeiras bancárias e não bancárias autorizadas a funcionar no país pelo BCB, exceto as *Sociedades de Crédito ao Microempreendedor* e as *Sociedades de Crédito Imobiliário* do tipo *Repassadoras*, bem como as *Administradoras de Consórcio*, que possuem um regime jurídico próprio.

Para uma grande parte das instituições que compõem os segmentos não bancários no Brasil, especialmente as cooperativas de crédito de pequeno e médio porte, o custo de observância é muito expressivo, mesmo considerando a aplicação das abordagens padronizadas. Muitas dessas instituições desempenham um importante papel social ligado à inclusão financeira. Para essas instituições, mesmo as abordagens padronizadas são complexas demais.

Tendo em vista que essas instituições não representam risco sistêmico, o BCB, por meio da Resolução 3.897, decidiu criar para as cooperativas de crédito dois regimes de regulação prudencial: (i) o Regime Prudencial Simplificado (RPS) e (ii) o Regime Prudencial Completo (RPC). Uma importante característica dessa dualidade de regimes é que a migração para o RPS é facultativa. No RPC, as regras de Basileia II são aplicadas integralmente.

No RPS, as cooperativas gozam do benefício de seguir regras prudenciais bastantes simplificadas, diminuindo significativamente seu custo de observância. Nesse regime, o cálculo dos requerimentos de capital regulatório é mais simples que o da abordagem padronizada de Basileia II. Em contrapartida, a instituição abdica da possibilidade de realizar operações mais complexas e arriscadas, tais como derivativos de crédito. Além disso, o índice de Basileia aplicado sobre os ativos ponderados pelo risco das cooperativas que optarem por esse regime é maior do que o previsto para as instituições que permanecem no RPC. De acordo com a norma, o índice previsto para esse regime simplificado é de 13% para as cooperativas de crédito filiadas a cooperativas centrais, 14% para as cooperativas centrais de crédito e 18% para as cooperativas de crédito independentes.

3.4. Considerações finais

Como visto neste capítulo, o período compreendido entre os anos de 1994 e 2011 foi marcado por grandes transformações no sistema bancário brasileiro. O Plano Real, de julho de 1994, representou o fim de um longo período de elevadas taxas de inflação que vigorava no país desde o final dos anos 1970. A maior consequência da estabilidade monetária para o sistema bancário brasileiro foi a redução significativa de sua principal fonte de receitas, os elevados ganhos de *floating*.

Com a diminuição brusca das receitas inflacionárias, os desequilíbrios operacionais e patrimoniais de várias instituições bancárias foram explicitados. Até então esses desequilíbrios eram mascarados pela alta rentabilidade e elevada liquidez que os elevados

patamares de inflação lhes proporcionavam. Desencadeou-se, assim, não só um processo de reestruturação patrimonial do sistema bancário, mas também uma redefinição das estratégias concorrenciais dessas instituições.

Os primeiros anos dessa reestruturação foram marcados pelo aumento das receitas oriundas de tarifas bancárias, que acabou por compensar parcela significativa da diminuição das receitas inflacionárias. Do ponto de vista do crédito, as transformações não foram suficientes para as instituições bancárias ampliarem significativamente o prazo de concessão. O financiamento de longo prazo da economia continuou a ser feito majoritariamente pelas instituições públicas, especialmente pelo BNDES. Os bancos privados permaneceram focados no curto prazo, aproveitando-se de alguns ciclos de expansão do crédito pessoal, mas fundamentalmente associados à rentabilidade e liquidez proporcionada pela rolagem da dívida pública.

Os primeiros anos do Plano Real foram marcados pela insolvência de várias instituições bancárias, entre elas algumas de maior porte como os bancos Econômico, Nacional e Bamerindus. A fim de evitar que a insolvência dessas instituições se transformasse em uma crise sistêmica, o governo editou, em novembro de 1995, o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer). Esse programa representava uma das principais medidas da estratégia nacional de enfrentamento da crise de solvência que ameaçava o sistema bancário brasileiro à época. Junto com o Proer, o governo instituiu o mecanismo nacional de seguro de depósitos, chamado de Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Essas duas medidas tomadas pelo governo mostraram-se importantes para a diminuição da vulnerabilidade do sistema financeiro durante a transição de um ambiente de alta inflação para um cenário de baixa inflação.

Adicionalmente, esse período foi marcado pela reestruturação dos bancos estaduais. Esse processo foi iniciado em dezembro de 1994, com a decretação do Regime de Administração Especial Temporária (RAET) no Banespa e no Banerj e com a liquidação extrajudicial de várias outras instituições bancárias estaduais. O processo de reestruturação dos bancos estaduais foi reforçado por ocasião da implantação do programa de ajuste fiscal dos Estados, em agosto de 1996. Esse programa de ajuste previa a transferência de controle acionário

dos respectivos bancos públicos estaduais, com vistas a sua privatização. Adicionalmente, o programa previa como alternativas a extinção da instituição ou sua transformação em agências de fomento. O processo de saneamento e reestruturação dos bancos estaduais foi intensificado, ainda, pela criação, em fevereiro de 1997, do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes).

Outra importante transformação do sistema bancário brasileiro no período foi o estímulo à entrada dos bancos estrangeiros. Isso se deu a partir da alteração, em agosto de 1995, do marco legal relativo ao tratamento despendido ao capital estrangeiro. O presidente da República, valendo-se de prerrogativas constitucionais, definiu como de interesse nacional a entrada e o aumento da participação de instituições estrangeiras no sistema financeiro nacional.

As instituições bancárias federais também passaram por um processo de reestruturação patrimonial. Tendo a obrigação de se enquadrarem nos novos limites de capital regulatório trazidos por Basileia I, os bancos federais (BB, CEF, BNB e BASA) foram incluídos no Programa de Fortalecimento das Instituições Federais (Proef).

Analisando-se os dados relativos ao período de 1994-2011, cabe dar especial destaque ao significativo aumento da concentração do sistema bancário brasileiro. Considerando-se o segmento bancário como um todo, no período 1993-2011, houve redução de 87 bancos, passando-se de um total de 267 instituições, em 1993, para 180 instituições, ao final de 2011 (queda de 33%). Após 17 anos da implantação do Plano Real e do início do processo de reestruturação do sistema bancário nacional, sobraram apenas cinco grandes instituições bancárias no país: Banco do Brasil, CEF, Itaú, Bradesco e Santander, sendo que, dessas cinco instituições, duas são públicas, duas são privadas de capital nacional e uma é privada com controle estrangeiro. A título de comparação, em 1996, havia 28 instituições bancárias de grande porte.

Considerando-se três indicadores de concentração, C5 (cinco maiores), C10 (dez maiores) e C20 (vinte maiores), observa-se que em todos esses indicadores o aumento de concentração chegou a quase 20 pontos percentuais. Os dados do C5 indicam que a participação das cinco maiores instituições bancárias em relação aos ativos totais do segmento bancário

creceu fortemente, passando de 48,7%, em 1996, para 67,3%, em 2011. Ou seja, as cinco maiores instituições bancárias, de um universo de 180 bancos, detinham mais de dois terços dos ativos totais do sistema em dezembro de 2011. De acordo com o indicador C10, em 2011, 80,2% dos ativos do segmento passaram a estar concentrados em apenas 10 bancos. Em comparação, em 1996, as dez maiores instituições detinham 60,1% dos ativos do sistema.

A análise do indicador IHH também indicou um intenso processo de concentração bancária ocorrido no país. Os dados revelaram, ainda, que, durante os anos de 2008 e 2009, o processo de concentração se intensificou. Uma das razões foi a incorporação do Unibanco pelo Banco Itaú, o que naturalmente elevou a concentração de mercado. No entanto, há duas outras razões possíveis para esse fenômeno: (i) a atuação anticíclica do BB e da CEF durante a crise financeira internacional de 2007-2008 e (ii) o processo de “fuga para a segurança” desencadeado pela crise.

Além do aumento da concentração, o período de 1993-2011 foi marcado por outras duas tendências: a diminuição da participação dos bancos públicos e aumento da participação dos bancos estrangeiros. No primeiro caso, os dados mostraram que o segmento de bancos públicos encolheu de forma expressiva. Esse segmento que, em 1993, controlava grande parcela dos ativos (50,9%), dos depósitos (48,2%) e das operações de crédito (61,9%), passou a responder, em 2011, por números significativamente mais modestos: 29,1% dos ativos, 34,7% dos depósitos e 43% das operações de crédito. Essa redução seria, em grande medida, decorrência do processo de saneamento e privatização dos bancos estaduais. No caso do capital estrangeiro, os dados mostraram que o segmento de bancos com controle estrangeiro apresentou um crescimento expressivo. Esse segmento que, em 1993, controlava 8,7% dos ativos, 7,1% dos depósitos e 7% das operações de crédito, passou a responder, em 2011, por números significativamente maiores: 18% dos ativos, 15% dos depósitos e 17,6% das operações de crédito.

No que se refere à implantação no Brasil de Basileia II e III, foi observado que esses acordos têm sido implantados de forma muito próxima às recomendações emanadas do Comitê de Basileia. No entanto, há algumas diferenças que merecem ser destacadas e que estão

dentro do âmbito de autonomia que cada país possui para implantar e adaptar as regras dos Acordos.

Uma diferença muito importante diz respeito à decisão do BCB de não permitir o uso, na abordagem padronizada de risco de crédito, de *ratings* fornecidos por agências externas de classificação de risco. Como discutido no segundo capítulo, o principal canal por meio do qual a estratégia regulatória de Basileia se torna pró-cíclica ocorre por meio da incorporação da avaliação de risco por parte dos agentes de mercado, incluindo as agências classificadoras de risco de crédito e os próprios bancos.

Conforme previsto pelo Comitê em Basileia II, na abordagem padronizada de risco de crédito, cada classe de ativo está associada a um conjunto de fatores de ponderação de risco. Cada fator de ponderação corresponde a um *rating*. Logo, os *ratings* fornecidos pelas agências classificadoras de risco de crédito determinam qual fator de ponderação de risco deve ser utilizado para cada ativo específico. A título de comparação, nos modelos internos, são os próprios bancos que mensuram seus riscos, não havendo nenhum conjunto predeterminado de fatores de ponderação de risco.

No Brasil, o BCB decidiu que, na abordagem padronizada de risco de crédito, os riscos de cada classe de ativos são obtidos a partir de fatores de ponderação de risco fixados pelo próprio BCB no texto da norma. Em vez de haver um conjunto de fatores de ponderação de risco para cada classe de ativos, a norma brasileira estabelece um único fator apenas para cada classe. Nesse sentido, o modelo padronizado de risco de crédito de Basileia II no Brasil foi implantado de forma muito semelhante ao método de cálculo do requerimento de capital para risco de crédito de Basileia I.

Desta forma, por não depender da percepção de risco dos agentes de mercado, tende a predominar, na abordagem padronizada de risco de crédito no Brasil, um caráter mais neutro em relação ao ciclo econômico, diferentemente da versão original prevista pelo Comitê, que é inerentemente pró-cíclica. Somando-se isso ao fato de que se espera que a grande maioria das instituições bancárias no país não queira ou não possa (por não atender os critérios de

elegibilidade) adotar os modelos internos, o caráter pró-cíclico da estratégia regulatória subjacente a Basileia II seria, em certa medida, atenuado no país.

No entanto, cabe ressaltar que, se os grandes bancos brasileiros migrarem para os modelos internos, uma parcela significativa da concessão de crédito do sistema bancário nacional estaria submetida ao caráter pró-cíclico dos modelos internos, tendo em vista a forte concentração observada no país, o que compensaria em parte a tendência de neutralidade da abordagem padronizada.

Conforme discutido no segundo capítulo, uma estratégia regulatória pode ser pró-cíclica, neutra ou anticíclica. Basileia II tem um caráter fortemente pró-cíclico. Por seu lado, Basileia III trouxe medidas de natureza anticíclica, mas que, em princípio, não seriam suficientes para reverter o viés pró-cíclico da estratégia regulatória de Basileia II.

No caso brasileiro, o fato do BCB não permitir o uso de *ratings* fornecidos por agências classificadoras de risco na abordagem padronizada de risco de crédito reduz um elemento de pró-ciclicidade de Basileia II. Dessa forma, o viés resultante da interação entre os elementos regulatórios pró-cíclicos (Basileia II), anticíclicos (Basileia III) e neutros (opção específica do Brasil no caso da abordagem padronizada de risco de crédito) seria menos claro no caso brasileiro do que na versão original do Comitê de Basileia. No entanto, é provável que, ainda assim, o viés da estratégia regulatória que tenderá a prevalecer no Brasil seja de pró-ciclicidade, decorrendo, em grande medida, do esperado uso de modelos internos pelos grandes bancos do país.

A segunda diferença na implantação dos Acordos de Basileia no Brasil que merece reflexão diz respeito à decisão do BCB de aplicar os Acordos de Basileia a todas as instituições financeiras bancárias e não bancárias por ele autorizadas a funcionar no país. As únicas exceções são as Sociedades de Crédito ao Microempreendedor e as Sociedades de Crédito Imobiliário Repassadoras, além das Administradoras de Consórcio.

Como discutido no segundo capítulo, o primeiro acordo de Basileia foi concebido para ser aplicado apenas aos grandes bancos internacionalmente ativos. No entanto, o

Acordo de 1988 acabou adquirindo uma dimensão inesperada ao ser alçado à categoria de novo paradigma de regulação prudencial aplicável a todos os bancos, incluindo os bancos menores e menos complexos. Referendando esse movimento, Basileia II foi concebido de forma a prever abordagens simplificadas para serem aplicadas por instituições bancárias menores e menos complexas. Ocorre que o Brasil deu um passo além, ao decidir estender a aplicação dos Acordos de Basileia às instituições financeiras dos segmentos não bancários.

Para uma grande parte das instituições que compõem os segmentos não bancários no Brasil, especialmente as cooperativas de crédito, o custo de observância é muito expressivo, mesmo considerando a aplicação das abordagens padronizadas. Para muitas dessas instituições, mesmo as abordagens padronizadas são complexas demais.

Nesse contexto, merece destaque a iniciativa mais recente do BCB de excluir certas instituições financeiras não bancárias do alcance de Basileia II, criando para elas um Regime Prudencial Simplificado (RPS). Essa iniciativa foi desenvolvida junto ao segmento de cooperativas de crédito. Como visto, em contrapartida à permissão de migrar para esse regime simplificado, as cooperativas devem voluntariamente abdicar da possibilidade de realizar operações mais complexas, tais como derivativos de crédito. O Brasil cria, assim, uma estratégia de regulação prudencial mais adequada ao perfil operacional e à natureza de um grupo significativo de instituições financeiras do segmento não bancário.

Por fim, cabe mencionar os benefícios e desvantagens do Brasil ter decidido implantar os Acordos de Basileia de forma muito próxima às recomendações do Comitê de Basileia.

Conforme a discussão desenvolvida no segundo capítulo sobre a possibilidade de interpretar os Acordos de Basileia a partir de uma perspectiva de *convenções financeiras*, a adoção dos Acordos representaria um importante sinalizador de solidez e estabilidade do sistema bancário nacional para os agentes econômicos que são obrigados a tomar decisões vitais para o funcionamento da economia (decisões de investimento) a partir de bases precárias, tendo em vista um mundo não ergódico, marcado pela incerteza fundamental. Nesse sentido, na medida em que o Brasil adota formalmente os Acordos de Basileia, a convenção vigente entre os agentes

econômicos internos e externos leva à percepção de que o sistema bancário nacional torna-se mais sólido e menos propenso a crises do que os sistemas bancários dos países que não seguem esses acordos.

No entanto, há a preocupação de que Basileia II possa gerar efeitos colaterais indesejados. Entre os efeitos colaterais analisados no segundo capítulo, cabe destacar que a possível tendência de favorecer as grandes instituições bancárias em detrimento das médias e pequenas agravaria o processo de concentração bancária observado no país. Além disso, por decorrência de outro possível efeito colateral analisado, as instituições bancárias menores poderiam se concentrar em operações mais arriscadas, o que levaria a uma fragilização do sistema, na medida em que essas instituições geralmente não dispõem das técnicas de gestão de risco mais adequadas para lidar com um maior nível de risco.

Por fim, cabe observar que, apesar das deficiências de base teórica derivadas da *visão de mundo* que embasou a elaboração dos Acordos de Basileia, é razoável acreditar que as novas medidas trazidas pelo Comitê em Basileia III tendam a proporcionar uma menor pró-ciclicidade da atual estratégia de regulação bancária prudencial representada por Basileia II e III, bem como uma menor alavancagem dos bancos e menores problemas derivados do risco de liquidez. Essa tendência favoreceria o sistema bancário brasileiro uma vez que o país tem implantado os Acordos de forma muito próxima às recomendações do Comitê.

CONCLUSÕES

Este trabalho de pesquisa teve por objetivo investigar a maneira como o atual padrão internacional de regulação bancária prudencial, representado por Basileia II e III, busca tornar os sistemas bancários mais sólidos, estáveis e resistentes a crises. Procurou-se analisar, também, os eventuais efeitos adversos dessa estratégia regulatória, além de avaliar potenciais impactos sobre o processo de reestruturação do sistema bancário em curso no Brasil, a partir da implantação do Plano Real, em 1994.

O primeiro capítulo foi dedicado à apresentação do arcabouço teórico que se entende mais apropriado para compreender a dinâmica das economias capitalistas financeiramente avançadas e, desta forma, embasar a análise do tema *regulação bancária prudencial*. Nesse sentido, sustentou-se o uso de um arcabouço formado majoritariamente pelas contribuições teóricas de Keynes e Minsky, além de importantes autores como Schumpeter. A Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky foi apresentada como o modelo teórico mais adequado para representar o processo de fragilização financeira das economias capitalistas e sua inerente instabilidade.

Seguindo a metodologia histórico-institucional utilizada por Minsky, a pesquisa começou com a apresentação do processo de *globalização financeira*, que se desenvolve a partir do desmantelamento do sistema de Bretton Woods, em 1971. Nesse sentido, foram analisadas as principais transformações trazidas para a dinâmica das economias capitalistas.

Em seguida foi realizado um estudo sobre a racionalidade presente no processo de tomada de decisão dos agentes econômicos inseridos em um mundo não ergódico, profundamente marcado pela presença da incerteza fundamental. Um ponto fundamental dessa análise foi o de mostrar que os agentes tendem a utilizar certas “*práticas sociais*”, tais como instituições formais (contratos) e informais (convenções), que atuam de forma a reduzir a incerteza. Dentre essas “*práticas sociais*”, as convenções emergem como importantes padrões de comportamento utilizados pelos agentes para tomar decisões em face de um mundo não ergódico, complexo e mutável, marcado profundamente pela presença da incerteza fundamental.

Na sequência, discutiu-se os elementos conceituais mais relevantes da abordagem pós-keynesiana, destacando-se a importância da *teoria de preferência pela liquidez*. Partiu-se, então, para a análise da teoria da Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky. Foi argumentado que essa teoria representa o modelo teórico mais apropriado para compreender o processo de fragilização financeira das economias capitalistas, processo esse responsável pelas flutuações cíclicas do emprego, da renda e do produto nelas observadas.

O segundo capítulo foi dedicado à análise do tema regulação bancária prudencial. Na primeira parte do capítulo, foram analisadas, de um lado, o papel especial desempenhado pelos bancos nas economias capitalistas e, de outro, as razões da existência de uma regulação especial e mais intensa sobre o setor bancário, comparativamente aos demais setores da economia. Em seguida passou-se ao estudo dos Acordos de Capitais de Basileia.

Argumentou-se que o primeiro Acordo de Capitais, Basileia I, representou uma ruptura com o padrão regulatório anterior, que era focado em liquidez. Basileia I, que havia sido concebido com o objetivo de nivelar as condições competitivas dos grandes bancos de atuação internacional, foi alçado, de forma surpreendente, à categoria de novo paradigma mundial de regulação bancária prudencial.

O Acordo de 1988 trouxe o primeiro grande componente da atual estratégia de regulação prudencial: a alocação de capital regulatório calculado a partir de ativos ponderados pelo risco. Esta seria a melhor forma de se evitar que perdas não esperadas levassem os bancos à insolvência. Com a manutenção de um determinado montante de capital regulatório, os bancos dispunham de recursos suficientes para arcar com eventuais perdas não esperadas, evitando, assim, recorrer ao *emprestador de última instância* e ao socorro estatal com dinheiro público.

No início dessa nova estratégia de regulação bancária prudencial, o capital regulatório associado aos ativos ponderados pelo risco era calculado a partir de classes de ativos e fatores de ponderação de risco fixados pelo próprio Comitê, o que se mostrou posteriormente uma forma excessivamente simplificada de mensurar os riscos incorridos pela instituição, gerando incentivos para a arbitragem regulatória.

Com a Emenda de 1996, foi introduzido o segundo grande componente da atual estratégia de regulação bancária prudencial: a aproximação da regulação em relação às práticas de mercado, por meio do uso de modelos internos, inicialmente previstos apenas para o risco de mercado. Por meio dos modelos internos, as próprias instituições bancárias mensurariam seus riscos e dimensionariam o seu capital regulatório. Esse mecanismo regulatório era o reflexo da crença na capacidade de autorregulação dos mercados.

Basileia II representou o aprofundamento dessa estratégia regulatória. De um lado, o Acordo de 2004 passou a prever a adequação de capital regulatório para riscos até então não cobertos (risco operacional no Pilar 1 e demais riscos no Pilar 2). De outro lado, estendeu o uso de modelos internos para o risco de crédito e operacional. Além disso, Basileia II criou um pilar específico para a disciplina de mercado (Pilar 3), elemento de grande importância para a crença na capacidade de autorregulação dos mercados.

Mesmo antes da crise financeira internacional de 2007-2008, eram apontadas várias críticas e preocupações quanto à eficácia e aos efeitos colaterais de Basileia II. Uma das principais preocupações dizia respeito ao caráter pró-cíclico da estratégia regulatória subjacente ao segundo Acordo de Basileia. Ao trazer, para dentro da regulação prudencial, a percepção de riscos dos agentes econômicos, seja por meio dos modelos internos, seja por meio dos *ratings* das agências externas de classificação de riscos, Basileia II estaria incorporando a tendência dos agentes de subestimarem os riscos na fase de expansão do ciclo econômico, superestimando-os na fase de contração. Esse efeito pró-cíclico seria alimentado, ainda, pelo comportamento de manada observado nos mercados financeiros, bem como pelo uso disseminado de modelos internos muito semelhantes entre si e pelos novos padrões contábeis internacionais, especialmente as regras de marcação-a-mercado.

Um segundo efeito colateral de Basileia II seria um favorecimento proporcionado aos grandes bancos em detrimento dos bancos médios e pequenos. Como discutido no segundo capítulo, esse benefício decorreria do fato de Basileia II prever um modelo dual de cálculo de capital regulatório: os grandes bancos tenderiam a usar as abordagens avançadas baseadas em modelos internos, enquanto as instituições médias e pequenas

permaneceriam utilizando as abordagens padronizadas. Uma vez que as expectativas apontavam para o fato dos modelos internos levarem a uma redução do cálculo do capital regulatório, os bancos que os usassem seriam favorecidos em relação a seus concorrentes. Nesse sentido, Basileia II acabaria por favorecer o processo de concentração bancária.

Outra consequência indesejada de Basileia II seria um estímulo ao processo de arbitragem regulatória. Como discutido, a abordagem padronizada de Basileia II para risco de crédito teria, de um lado, a característica de superestimar o capital regulatório das operações de crédito menos arriscadas comparativamente aos modelos internos de cálculo de capital e, de outro, de subestimar o capital regulatório das operações mais arriscadas. Como os bancos menores tendem a permanecer na abordagem padronizada, haveria incentivos no sistema para que as instituições menores se concentrassem nas operações mais arriscadas, apesar dessas instituições possuírem técnicas de gestão de risco menos robustas e, portanto, menos aptas a lidar com um maior nível de risco.

Um quarto efeito colateral observado refere-se à concentração da carteira de crédito dos bancos em torno das grandes empresas e em torno dos países mais desenvolvidos. A maior granularidade dos modelos internos tende a gerar uma natural elevação dos níveis de capital regulatório para tomadores com piores *ratings* e, conseqüentemente, um aumento dos custos das respectivas operações de crédito. Uma vez que esse tipo de tomador de crédito está concentrado nos segmentos de pequenas e médias empresas e nos países menos desenvolvidos, conseqüentemente esses setores e países poderiam ser negativamente afetados com a implantação de Basileia II.

No entanto, conforme análise desenvolvida no segundo capítulo, a principal deficiência diz respeito ao arcabouço teórico por trás da formulação dos Acordos de Basileia. Esse arcabouço teórico está baseado em uma “visão de mundo” na qual é adequado representar a realidade como ergódica. Partindo-se dessa premissa, torna-se possível sustentar que cálculos estatísticos realizados a partir de dados presentes e passados possam gerar estimativas confiáveis sobre eventos futuros. Desta forma, a incerteza seria reduzida a um mero problema de risco. Sendo os riscos passíveis de medições probabilísticas confiáveis, o capital regulatório calculado

com base em ativos ponderados pelo risco seria uma estratégia eficaz para tornar os sistemas bancários mais sólidos e estáveis.

Ocorre que, como discutido, o mundo não é ergódico e a incerteza não pode ser reduzida ao conceito de risco. Desta forma, o capital regulatório calculado com base em ativos ponderados pelo risco não é suficiente para arcar com todas as eventuais perdas não esperadas que as instituições bancárias possam sofrer dentro do horizonte temporal relevante. Isso é especialmente notório em momentos de crise financeira, como demonstrado pela crise financeira internacional de 2007-2008.

Contudo, a análise desenvolvida no primeiro capítulo sobre incerteza, racionalidade e convenções permite compreender que os agentes econômicos, ao confiarem na estratégia regulatória prevista nos Acordos de Basileia, agem dentro de certo padrão de racionalidade. Dentro da visão de mundo sustentada neste estudo, é racional aos agentes se pautarem por certas “*práticas sociais*”, tais como *convenções*. Conforme visto, uma das convenções mais destacadas pelos autores, sendo, inclusive, explicitamente prevista por Keynes, é a formação de expectativas a partir de dados presentes e passados. Ou seja, na impossibilidade de prever o futuro em função da incerteza fundamental, os agentes tenderiam a assumir que os dados presentes e passados são bons indicadores desse futuro. Essa convenção, ao ser utilizada por grande parte dos agentes, tenderia, inclusive, a se retroalimentar.

No entanto, por se tratar apenas de uma “prática social” e não uma característica intrínseca da realidade, essa convenção não é adequada para antever momentos de ruptura e crise. Como sustentado por Minsky, as economias capitalistas são inerentemente instáveis e os ciclos econômicos não ocorrem de forma mecanicamente previsível. Cada ciclo econômico tem suas peculiaridades, suas características especiais, que o diferem dos ciclos anteriores. Apesar de periódicos, os ciclos não são simétricos. Os conceitos de comportamento criativo dos agentes, de inovação, de “*decisões cruciais*” de Shackle e de “*destruição criadora*” de Schumpeter são fundamentais para compreender que o futuro não é um espelho do passado, que os ciclos econômicos não observam trajetórias padronizadas.

Logo, modelos internos de cálculo de capital regulatório não são suficientes para lidar com o processo de fragilização financeira inerente às economias capitalistas. No entanto, ao compreender a atual estratégia de regulação bancária prudencial, representada por Basileia II e III, como uma *convenção financeira*, possibilita-se entender a importância desses acordos para os agentes econômicos que estão submetidos à necessidade de tomar decisões em face de um mundo não ergódico, profundamente marcado pela presença da incerteza fundamental.

Nesse sentido, entendida como uma *convenção financeira* e uma espécie de “*prática social*” redutora de incerteza, a estratégia regulatória prevista nos Acordos de Basileia tende a se comportar relativamente bem na fase de calmaria do ciclo econômico. No entanto, essas regras não evitam crises e nem são muito úteis para prevêê-las, além de também não serem adequadas para lidar com a dinâmica de uma crise instaurada.

Nesse sentido, cabe destacar que, como revelado pela crise financeira internacional de 2007-2008, os riscos mostraram-se *a posteriori* fortemente subdimensionados. Essa crise financeira também demonstrou, assim como previsto na teoria de Minsky, que a melhor forma de lidar com a dinâmica da crise é por meio da atuação do “*Big Bank*” e “*Big Government*”. Diferentemente do que argumentavam alguns defensores mais dogmáticos dos Acordos de Basileia, o papel de prestador de última instância não se tornou obsoleto. Em verdade, dentro da abordagem teórica de Keynes e Minsky, o “*Big Bank*” e o “*Big Government*” continuam a ser as melhores estratégias para se enfrentar as crises inerentes ao funcionamento das economias capitalistas.

Cabe mencionar, ainda, a análise realizada sobre as medidas trazidas por Basileia III. Apesar de ser um complemento a Basileia II e, portanto, basear-se na mesma “visão de mundo” utilizada para formular os acordos anteriores, Basileia III trouxe alguns elementos regulatórios que divergem da estratégia seguida pelos dois primeiros acordos.

Em primeiro lugar, Basileia III reconhece o caráter pró-cíclico do acordo anterior, algo até então negado pelos seus defensores. Dessa forma, reconhece-se um elemento compatível com o modelo teórico subjacente à teoria de Minsky, ao mesmo tempo em que se cria

um mecanismo de atenuação dos ciclos econômicos (colchão de capital anticíclico, colchão de capital de conservação e índice de alavancagem).

Em segundo lugar, Basileia III reconhece a importância do risco de liquidez, retomando elementos de uma estratégia regulatória que havia sido abandonada com a elaboração do primeiro acordo de Basileia. Nesse sentido, são criados dois índices de liquidez a serem observados pelas instituições bancárias. Diverge-se, assim, do “caminho único” representado pelo mecanismo de adequação de capital regulatório calculado a partir de ativos ponderados pelo risco.

Em terceiro lugar, Basileia III prevê a criação de um índice geral de alavancagem. Assim como no caso anterior, a adoção desse índice representa outra importante divergência em relação à lógica inerente do “caminho único” adotada pelos dois primeiros Acordos de Basileia. Reconhece-se, pelo menos implicitamente, que a capacidade criativa e os incentivos concorrenciais dos bancos podem fazer com que a regra de alocação de capital regulatório calculado a partir de ativos ponderados pelo risco leve a uma subestimação dos riscos e a um aumento exagerado da alavancagem. Com a adoção de um índice de alavancagem de cálculo simples, não baseado em riscos, dificulta-se uma alavancagem excessiva ao mesmo tempo em que facilita a atividade de supervisão.

Logo, com a adoção dos colchões de capital, dos índices de liquidez e de alavancagem, o arcabouço regulatório de Basileia torna-se mais heterogêneo e robusto. No entanto, do ponto de vista do arcabouço teórico utilizado nesta pesquisa, a estratégia regulatória de Basileia não é eficaz em seu objetivo, sendo mais bem compreendida dentro de uma perspectiva de “*práticas sociais*” e *convenções financeiras*.

Trazendo essa discussão para a realidade brasileira, conclui-se que alguns dos possíveis efeitos colaterais dos Acordos de Basileia, especialmente de Basileia II, tendem a impactar a estrutura do sistema bancário nacional, intensificando o processo de concentração bancária em curso no país desde 1994. Como discutido, relativamente à estrutura de mercado, os Acordos de Basileia não são neutros do ponto de vista das condições de concorrência interbancária, favorecendo os grandes bancos em relação aos médios e pequenos. Além disso,

cabe observar que, no que se refere à distribuição dos recursos, os acordos tendem a favorecer as grandes empresas em detrimento das médias e pequenas.

Do ponto de vista da solidez do sistema bancário nacional, a análise mais geral do arcabouço teórico por trás dos Acordos de Basileia revelou que a estratégia regulatória que os embasa não é capaz de lidar com a inerente instabilidade das economias capitalistas.

A despeito das lições tiradas da crise financeira internacional de 2007-2008 e das reformas trazidas por Basileia III, é provável que novos ciclos de crédito continuem a ocorrer no futuro e que novas bolhas venham a surgir, desencadeando novos momentos de ruptura e crise. Dentro dessa perspectiva, é importante à boa condução da economia manter o órgão supervisor adequadamente capacitado a atuar prontamente nos momentos crise, exercendo seu papel de prestador de última instância (“Big Bank”) de forma eficaz. A habilidade para identificar o momento certo do prestador de última instância agir, bem como de identificar em que situações a ação se faz premente, é crucial para se evitar o agravamento das crises, como o episódio da quebra do banco Lehman Brothers em 2008 demonstrou. Além disso, cabe ao país reconhecer a importância do papel do Estado como “*Big Government*”, apto a intervir em momentos de crises mais agudas, a fim de garantir um piso para a queda da demanda agregada. Essas “habilidades” estatais, negligenciadas pela comunidade financeira internacional até a crise de 2007-2008, não são automaticamente construídas, cabendo uma ação planejada de Estado para desenvolvê-las.

Por fim, reconhecer que a estratégia regulatória de Basileia assenta-se em grande medida sobre *convenções financeiras*, permite reavaliar certa visão dogmática associada aos Acordos de Basileia. De acordo com essa visão, se Basileia é o que existe de melhor e mais avançado em termos de regulação bancária prudencial e avaliação de risco, não só os acordos devem ser implantados da forma mais “pura” possível, como também devem ser bons para todo tipo de instituição financeira. A análise realizada nesta pesquisa aponta para a inadequação desse dogma. A importância dos Acordos de Basileia é melhor compreendida do ponto de vista de *convenções financeiras*, importantes para os agentes tomarem suas decisões em face de um mundo não ergódico marcado profundamente pela incerteza fundamental. Logo, a compreensão

dessa característica abre espaço para se conceber adaptações e variações na implantação dos Acordos de Basileia, segundo as especificidades do sistema financeiro de cada país.

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. **Macroeconomia financeira**. São Paulo: Loyola, 2004.
- BCBS. **International convergence of capital measurement and capital standards**. Basileia: Bank for International Settlements, jul., 1988.
- BCBS. **International convergence of capital measurement and capital standards**. Basileia: Bank for International Settlements, jun., 2004.
- BCBS. **Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems**. Basileia: Bank for International Settlements, 2010a.
- BCBS. **Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring**. Basileia: Bank for International Settlements, 2010b.
- BCBS. **Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer**. Basileia: Bank for International Settlements, 2010c.
- BLINDER, A. S. **It's Broke, Let's Fix It: Rethinking Financial Regulation**. International Journal of Central Banking. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, dez., 2010.
- BOYER, R. **Is a finance led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis**. *Economy and Society*, n. 29 (1), p. 111-145, 2000.
- BRAGA, J. C. S. **A financeirização da riqueza**. Campinas: IE/Unicamp, *Economia e Sociedade*, n. 2, ago., p. 25-57, 1993.
- BRAGA, J. C. S. **Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo**. Campinas: IE/Unicamp, 2000.
- CANUTO, O.; LIMA, G. T. **Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e procedimental**. Campinas: IE/Unicamp, texto para discussão n. 76, 1999.
- CANUTO, O.; LIMA, G. T. Redes de segurança financeira e crises bancárias em economias emergentes. In: SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, p. 169-209, 2005.
- CARNEIRO, R. **A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas**. Campinas: IE/UNICAMP, texto para discussão n. 90, 1999.

- CARVALHO, F. J. C. **Keynes on probability, uncertainty, and decision making.** Journal of Post Keynesian Economics, v. XI, n. 1, 1988.
- CARVALHO, F. J. C. **Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy.** U.K.: Edward Elgar, 1992.
- CARVALHO, F. J. C. **Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana.** Porto Alegre: Ensaio FEE, v. 17, n. especial, p. 42-77, 1996.
- CARVALHO, F. J. C. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos Acordos de Basileia. In: SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária.** São Paulo: Atlas, p. 121-139, 2005a.
- CARVALHO, F. J. C. **Basel II: a critical assessment.** Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (mimeo), 2005b.
- CEBS. **Guidelines on Application of the Supervisory Review Process under Pillar 2 (GL03).** Londres: European Banking Authority, Committee of European Banking Supervisors, 2006.
- CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital.** São Paulo: Xamã, 1996.
- CINTRA, M. A. M. A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005. In: CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula.** São Paulo: Editora UNESP, 2006.
- CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. **A crise financeira e o global shadow banking system.** Novos Estudos, Cebrap, n. 82, nov., p. 35-55, 2008.
- CHICK, V. **A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros.** Porto Alegre, Ensaio FEE, v. 15, n. 1, p. 9-23, 1994.
- CLEMENT, P. **The term ‘macroprudential’: origins and evolution.** Basileia: Bank for International Settlements, BIS Quarterly Review, mar., 2010.
- CORAZZA, G. Os dilemas da supervisão bancária. In: SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária.** São Paulo: Atlas, p. 82-95, 2005.
- COUTINHO, L. ; BELLUZZO, L. G. **‘Financeirização’ da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas.** Campinas: IE/Unicamp, Economia e Sociedade, dez., p. 137-50, 1998.
- DANIELSSON, J. *et al.* **An Academic Response to Basel II.** Londres: London School of Economics, Financial Markets Group Special Paper, n.130, 2001.
- DAVIDSON, P. **Money and the real world.** Londres: Macmilian, 2 ed., 1978.

- DAVIDSON, P. **Reviving Keynes's Revolution**. Journal of Post Keynesian Economics, Summer, 1984.
- DAVIDSON, P. **Post Keynesian Macroeconomic Theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century**. U.K.: Edward Elgar, 1994.
- DAVIDSON, P. **John Maynard Keynes**. Great Thinkers in Economics Series. London and New York: Palgrave/Macmillan, 2007.
- DAVIDSON, P. **Risk and Uncertainty in Economics**. Paper presented at the conference on "The Economic Recession and the State of Economics", Londres, 6 fev. 2009. Disponível em <<http://econ.bus.utk.edu/davidsonpapers/RISKANDUNCERTAINTYINECONOMICS.pdf>>. Acesso em 15 jun. 2011.
- DEQUECH, D. **Expectation and confidence under uncertainty**. Journal of Post Keynesian Economics, v. 21, n. 3, 1999.
- DEQUECH, D. **Fundamental Uncertainty and Ambiguity**. Eastern Economic Journal, v. 26, n. 1, 2000.
- DEQUECH, D. **Uncertainty and Economic Sociology: A Preliminary Discussion**. American Journal of Economics and Sociology, v. 62, n. 3, p. 509-532, jul., 2003.
- DOSI, G.; EGIDI, M. **Substantive and Procedural Uncertainty: An Exploration of Economic Behaviours in Changing Environments**. Journal of Evolutionary Economics, v. 1 (2), p. 145-68, abr., 1991.
- DOW, S. C. **Money and the Economic Process**. U.K.: Edward Elgar, 1993.
- ELORRIAGA, E. R. C. **Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital**. Revista Estabilidad Financiera, n. 19, Banco de Espanha, nov., 2010.
- EPSTEIN, G. **Financialization, rentier interests and Central Bank Policy**. PERI Conference on Financialization of World Economy, dez., 2001.
- FARHI, M. **O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros**. Tese (Doutorado). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.
- FISHER, I. **The debt deflation theory of great depressions**. Econometrica, 1933.
- FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. Sistema Financeiro e Desenvolvimento: as restrições das novas regras do Comitê de Basileia sobre os países periféricos. In: FERRAZ, J. C.; CROCCO, M.; ELIAS, L. A. (Orgs.). **Liberalização econômica e desenvolvimento**. São Paulo: Futura, p. 234-261, 2003.

- FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. As novas regras do Comitê da Basileia e as condições de financiamento dos países periféricos In: SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, 2005, p. 143-168.
- FREITAS, M. C. P. **A natureza da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira**. Economia e Sociedade, Campinas, n. 8, p. 51-83, jun., 1997.
- FREITAS, M. C. P. **Crédito bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais**. Relatório do Projeto de Pesquisa “O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento”. Campinas: Cecon/IE/Unicamp (mimeo), 2009a.
- FREITAS, M. C. P. **Breve nota sobre o papel dos bancos no financiamento da atividade produtiva**. Relatório do Projeto de Estudos sobre as Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos. Campinas: Cecon/IE/Unicamp (mimeo), 2009b.
- FREITAS, M. C. P. **Desafios da regulamentação ante a dinâmica concorrencial bancária: uma perspectiva pós-keynesiana**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 19, n. 2 (39), ago., 2010.
- GOODHART, C.; HOFMANN, B.; SEGOVIANO, M. **Bank Regulation and Macroeconomic Fluctuations**. Oxford Review of Economic Policy, v. 20 (4), p. 1-25, 2004.
- GOODHART, C.; SEGOVIANO, M. **Basel and Procyclicality: A comparison of the Standardised and IRB Approaches to an Improved Credit Risk Method, Financial Markets**. Group Discussion Paper, n. 524, London School of Economics, 2004.
- GOODHART, C. **Procyclicality and Financial Regulation**. Estabilidad Financiera, n. 16, Banco de Espanha, 2009.
- GOTTSCHALK, R.; SODRÉ, M. C. **Implementation of Basel Rules in Brazil: What are the Implications for Development Finance?** Working Paper n. 273, Institute of Development Studies. Brighton: Universidade de Sussex, 2007.
- GREENSPAN, A. **Jamais teremos um modelo de risco perfeito**. Folha de São Paulo, 18 mar. 2008.
- GRIFFITH-JONES, S.; PERSAUD, A. Basileia II e Países em Desenvolvimento: O Impacto Potencial dos Efeitos da Diversificação na Natureza Pró-cíclica e no Padrão de Empréstimos Internacionais. In: MENDONÇA, A. R. R.; ANDRADE, R. P. (Org.). **Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia**. Campinas: Unicamp, p. 127-143, 2006.
- GRIFFITH-JONES, S.; PERSAUD, A. **The Pro-cyclical Impact of Basle II on Emerging Markets and its Political Economy**. 2007. Disponível em: <<http://www.financialpolicy.org/financedev/persaud.pdf>>. Acesso em 15 jun. 2011.

- GRIFFITH-JONES, S.; SPRATT, S.; SEGOVIANO, M. **The Onward March of Basel II: Can the Interests of Developing Countries be Protected?** Paper presented at the Enhancing Private Capital Flows to Developing Countries Conference organized by the Commonwealth Secretariat and the World Bank, Londres, 2002.
- GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, A. J. **What Progress on International Financial Reform? Why So Limited?** Almqvist & Wiksell International, Stockholm, Expert Group on Development Issues (EGDI), 2003.
- GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, A. J. **Building on the counter-cyclical consensus: A policy agenda.** Foundation for European Progressive Studies, 2009.
- GUTTMANN, R.; PLIHON, D. **O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças.** Economia e Sociedade, Campinas, v. 17, número especial, p. 575-611, dez., 2008.
- GUTTMANN, R. **Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças.** Novos Estudos, Cebrap, 82, nov., p. 11-33, 2008.
- HAKENES, H.; Schnabel, I. **Bank Size and Risk-Taking under Basel II.** Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Preprint n. 2005/6, 2005.
- HICKS, J. **Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation.** *Econometrica*, 1937.
- HODGSON, G. M. **Economics and Institutions – A Manifesto for a Modern Institutional Economics.** Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1988.
- KALDOR, N. **Speculation and Economic Stability.** *The Review of Economic Studies*, v. 7, n. 1, p. 1-27, out., 1939.
- KALDOR, N. **The Scourge of Monetarism.** Oxford: Oxford University Press, 1985.
- KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money.* New York: Harcourt, Brace, 1936. Trad. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda.** São Paulo: Atlas, 1982.
- KEYNES, J. M. **A teoria ex ante da taxa de juros.** 1937a. In: *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia.* 3 ed., Brasília: Ipea, 2010.
- KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment.** *Quarterly Journal of Economics*, n. 51, p. 209-223, 1937b. Reprinted in: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. XIV. Londres: Macmillan, 1973, p. 112-122.
- KEYNES, J. M. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. VI. Londres: Macmillan Press, 1971.
- KNIGHT, F. H. **Risk, uncertainty and profit.** Boston: Houghton and Mifflin, 1921.

- LIMA, G. T. Evolução recente da regulação bancária no Brasil. In: SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, p. 185-209, 2005.
- MENDONÇA, A. R. R. **Os Acordos da Basileia: uma avaliação do novo formato da regulação bancária**. Tese (Doutorado). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.
- MENDONÇA, A. R. R. **O Acordo de Basileia de 2004: uma revisão em direção às práticas de mercado**. Economia Política Internacional: análise estratégica, n. 2. CERI. Campinas: IE/Unicamp, p. 27-37, 2004.
- MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.
- MINSKY, H. P. **Can 'it' happen again? essays on instability and finance**. Armonk: Sharpe, 1982.
- MINSKY, H. P. **Stabilizing and unstable economy**. London: Yale University Press, 1986.
- MINSKY, H. P. **Integração financeira e política monetária**. Economia e Sociedade, n. 3, dez., 1994.
- MINSKY, H. P. **Securitization**. Police Notes n. 2008/2. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College, 2008.
- MOORE, B. **Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money**. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- OLIVEIRA, G. C. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008): teoria, evidências e peculiaridades**. Tese (Doutorado). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009.
- PAPADIMITRIOU, D. B.; WRAY, L. R. **Minsky's Analysis of Financial Capitalism**. Working Paper n. 275. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College, 1999.
- PAULA, L. F. **Comportamento dos Bancos em Alta Inflação: Teoria e Experiência Brasileira Recente**. Tese (Doutorado). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.
- PAULA, L. F. Teoria da firma bancária. In: LIMA, G. T. *et al.* (Org.). **Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, cap. 7, 1999.
- PERSAUD, A. Market Liquidity and Risk Management. In: PERSAUD, A. **Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk**. Londres: Risk Books, 2003.

- PRATES, D. M. **Crises financeiras dos países ‘emergentes’: uma interpretação heterodoxa.** Tese (Doutorado). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.
- PETROU, K. S. **Basel II regulation: U.S. Market and Competitiveness Implications.** Testimony before the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit and Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, U.S. House of Representatives, 2005.
- PLIHON, D. **A ascensão das finanças especulativas.** Economia e Sociedade, Campinas, n.5, p. 61-78, dez., 1995.
- POSSAS, M. **A dinâmica de uma economia capitalista.** São Paulo: Brasiliense, 1987.
- POSSAS, M. **Racionalidade e Regularidades: Rumo a uma Integração Micro-Macrodinâmica.** Economia e Sociedade, Campinas, v. 2, n. 1, p. 59-79, 1993.
- SCHUMPETER, J. A. **A Teoria do Desenvolvimento Econômico.** 1911. São Paulo: Abril Cultural, 1982.
- SHACKLE, G. L. S. **The Years of High Theory: invention and tradition in economic thought, 1926–1939.** Cambridge: Cambridge University Press, 1967.
- SOBREIRA, R. Eficiência, desregulamentação financeira e crescimento econômico. In: SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária.** São Paulo: Atlas, p. 60-81, 2005.
- STOCKHAMMER, E. **Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime,** PERI Working Paper, n. 142, 2007.
- TORRES, E. T. **Entendendo a crise do subprime.** Visão do Desenvolvimento, n. 44. Rio de Janeiro: BNDES, 2008.
- TYMOIGNE, E. **Minsky and Economic Policy: ‘Keynesianism’ All Over Again?** Working Paper n. 547. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College, 2008.
- WRAY, L. R. **A teoria do dinheiro de Keynes: uma avaliação após 70 anos.** Revista de Economia, v. 32, n. 2, p. 43-62, Editora UFPR, 2006a.
- WRAY, L. R. **Can Basel II Enhance Financial Stability? A Pessimistic View.** Public Policy Brief n. 84. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College, 2006b.
- WRAY, L. R. **The Rise and Fall of Money Manger Capitalism: a Minskian Approach.** Cambridge Journal of Economics, n. 33 (4), 2009.

WRAY, L. R. **Minsky Crisis**. Working Paper n. 659. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College, 2011.