UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

BRUNNO HENRIQUE SIBIN

A centralidade do crédito e o comportamento dos bancos públicos no financiamento da economia: um estudo sob a ótica da dinâmica patrimonial

Campinas

2021

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

BRUNNO HENRIQUE SIBIN

A centralidade do crédito e o comportamento dos bancos públicos no financiamento da economia: um estudo sob a ótica da dinâmica patrimonial

Prof.ª Dr.ª ANA ROSA RIBEIRO DE MENDONÇA – orientadora

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

ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL DA TESE DEFENDIDA PELO ALUNO BRUNNO HENRIQUE SIBIN, ORIENTADO PELA PROFª DRª ANA ROSA RIBEIRO DE MENDONÇA

Campinas

2021

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

Si11c

Sibin, Brunno Henrique, 1990-
A centralidade do crédito e o comportamento dos bancos públicos no financiamento da economia : um estudo sob a ótica da dinâmica patrimonial / Brunno Henrique Sibin. – Campinas, SP : [s.n.], 2021.

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

1. Keynes, John Maynard, 1883-1946. 2. Minsky, Hyman P., 1919-1996. 3. Créditos. 4. Bancos. 5. Subsídios governamentais. 6. Financiamento. I. Mendonça, Ana Rosa Ribeiro de, 1966-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: The centrality of credit and the behavior of public banks in financing the economy : a study from the perspective of patrimonial dynamics
Palavras-chave em inglês:
Keynes, John Maynard, 1883-1946
Minsky, Hyman P., 1919-1996
Credit
Banks and banking
Government subsidies
Financing
Área de concentração: Teoria Econômica
Titulação: Doutor em Ciências Econômicas
Banca examinadora:
Ana Rosa Ribeiro de Mendonça [Orientador]
Adriana Nunes Ferreira
Simone Silva de Deos
Norberto Montani Martins
Vanessa Petrelli Corrêa
Data de defesa: 14-05-2021
Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Identificação e informações acadêmicas do(a) aluno(a)
- ORCID do autor: https://orcid.org/0000-0002-8008-8673
- Currículo Lattes do autor: http://lattes.cnpq.br/5222960387901077

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

BRUNNO HENRIQUE SIBIN

A centralidade do crédito e o comportamento dos bancos públicos no financiamento da economia: um estudo sob a ótica da dinâmica patrimonial

Prof.ª Dr.ª ANA ROSA RIBEIRO DE MENDONÇA – orientadora

Defendida em 14/05/2021

COMISSÃO JULGADORA

Profª Drª Ana Rosa Ribeiro de Mendonça – PRESIDENTE
Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP

Profª Drª Adriana Nunes Ferreira
Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP

Profª Dr Norberto Montani Martins
Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ

Profª Drª Simone Silva de Deos
Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP

Profª Drª Vanessa Petrelli Corrêa
Universidade Federal de Uberlândia - UFU

A Ata da Defesa, assinada pelos membros da comissão examinadora, consta no processo de vida acadêmica do aluno.

AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho tem estrita relação com uma trajetória acadêmica que se construiu desde os tempos da graduação, quando, por meio de projetos de iniciação científica fui apresentado ao objeto de pesquisa tratado por aqui. No mestrado e, agora, após o encerramento do doutorado, pude amadurecer ideias e aprofundar os estudos em uma área que permanentemente me geram indagações. Assim, muito além da ideia de finalização que a conclusão desta tese oferece, penso que ela abre, na verdade, um grande leque de questões que espero continuar estudando.

Muitas pessoas contribuíram decisivamente para me proporcionar as condições de realização dessa pesquisa.

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais, Maria e Edgard, que sempre acreditaram que a educação era a maior forma de proporcionar a transformação em uma pessoa, de modo que investiram muito em minha formação. Porém, de nada adiantaria esse embasamento se eu não tivesse amor, carinho e um lar harmonioso, aspectos que sempre foram permanentes em nossas vidas.

Quero agradecer à Profª Ana Rosa que, desde os tempos da minha graduação, foi uma grande orientadora, tanto em relação aos objetos de pesquisa que compartilhamos por muitos anos, quanto em relação a minha própria trajetória profissional. Agradeço todos os ensinamentos, compreensão e, principalmente, pela confiança depositada em mim para a realização deste trabalho.

Também quero agradecer a Profª Adriana e Profª Simone do IE-UNICAMP que compuseram minha banca de defesa, mas que também fizeram parte da minha trajetória acadêmica desde às aulas na graduação e pós-graduação como também em outras bancas de qualificação ou de defesa de mestrado. Agradeço pelos comentários e por todo o ensinamento ao longo do tempo. Também agradeço a Profª Vanessa do IE-UFU e o Profº Norberto do IE-UFRJ que, gentilmente, aceitaram participar de minha banca de defesa e que ofereceram contribuições extremamente relevantes para o trabalho, além de lançarem uma série de questões que me geraram ainda mais animação sobre o objeto de pesquisa.

Agradeço aos meus órgãos públicos empregadores no momento de confecção deste trabalho que permitiram uma evolução profissional em termos de aprendizado, experiência e disciplina – aspectos fundamentais para a elaboração de uma tese – além dos diversos colegas que partilhei nos últimos anos.

Por fim, quero agradecer a minha esposa, Larissa, que me acompanha nessa jornada desde o início de nossa relação e que sempre depositou confiança em minha capacidade, além de ser fonte permanente de amor, inspiração e cumplicidade, sem contar na grande compreensão nos momentos em que precisei me dedicar à tese. Espero retribuir sempre todo amor e carinho que você me oferece diariamente.

Dedico este trabalho ao meu filho, Henrique, que em breve chegará ao mundo e que já é muito querido e amado por todos, deixando a ele a mensagem de que com amor, educação e conhecimento sempre podemos construir um mundo melhor.

RESUMO

A presente tese tem como objetivo discutir a centralidade do crédito e a importância de bancos públicos no financiamento da economia brasileira. Para esse trabalho, realiza-se uma análise da dinâmica patrimonial de bancos no Brasil, para o período compreendido entre 1994 e 2018, por meio de dados disponibilizados pelo Banco Central. A partir de um paradigma keynesiano-minskyano, recupera-se os elementos centrais de economias monetárias de produção e descreve-se o papel de bancos, enquanto atores centrais na disponibilização do crédito, contribuindo para o aumento da demanda e, por consequência, para a geração de emprego e renda. Diante do comportamento inerentemente especulativo dessas instituições, que pode levar à instabilidade dos mercados financeiros e da insuficiência da oferta de crédito, bancos públicos podem emergir como agentes fundamentais para amenizar esse processo, visto que a lógica de atuação dessas instituições pode ser distinta daquela de bancos privados. Ademais, por meio de uma recuperação histórico-institucional, avança-se na caracterização do sistema financeiro nacional entre as décadas de 1960 e 2010 para se analisar a atuação dos bancos e o papel do crédito na economia brasileira, o que permite observar a existência de um sistema público de financiamento formado por bancos públicos, fundos públicos e mecanismos de direcionamento de crédito que viabilizam o financiamento de setores específicos na economia brasileira. Por fim, analisam-se os dados das principais contas do ativo e do passivo do Banco do Brasil, BNDES e CAIXA, em comparação com os bancos privados, para se constatar que a participação do crédito sobre o total do ativo é maior nos bancos públicos, diferentemente do que ocorre com os bancos privados, que concentram seus recursos em ativos de maior liquidez, confirmando a hipótese desse trabalho de que os bancos públicos são agentes centrais na disponibilização do crédito para o financiamento da economia brasileira.

Palavras chave: Keynes, Minsky, créditos, bancos, subsídios governamentais, financiamento

ABSTRACT

This thesis aims to discuss the centrality of credit and the importance of public banks in financing the Brazilian economy. For this work, an analysis of the assets and liabilities dynamic of banks in Brazil is carried out for the period between 1994 and 2018, through data provided by the Central Bank. From a keynesian-minskyian paradigm, the central elements of monetary production economy are recovered and the role of banks is described, as central actors in the provision of credit, contributing to increased demand and, consequently, to the generation of employment and income. Given the inherently speculative behavior of these institutions, which can lead to instability of financial markets and insufficient credit supply, public banks can emerge as fundamental agents to mitigate this process, since the logic of action of these institutions can be distinct from private banks. Besides, through a historic-institutional recovery, progress is made in the characterization of the national financial system between the 1960s and 2010s to analyze the performance of banks and the role of credit in the Brazilian economy, which allows us to observe the existence of a public financing system formed by public banks, public funds and earmarking credit mechanisms that enable the financing of specific sectors in the Brazilian economy. Finally, we analyze the data of the main accounts of the assets and liabilities of Banco do Brasil, BNDES and CAIXA, compared to private banks, to verify that the share of credit over the total asset is higher in public banks, differently from what is the case with private banks, that concentrate their resources on assets of greater liquidity, confirming the hypothesis of this work that public banks are central agents in provided credit to financing the Brazilian economy.

Keywords: Keynes, Minsky, credit, banks and banking, government subsidies, financing

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 2.1 - Operações de Crédito para o Setor Privado no Brasil (1960-2018) - Em % do PIB.....81
GRÁFICO 2.2 - Sistema Financeiro Nacional - Operações de Crédito – Por Controle de Capital (1995-2000) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....99
GRÁFICO 2.3 - Sistema Financeiro Nacional - Operações de Crédito – Por Controle de Capital (2001-2010) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....105
GRÁFICO 2.4 - Sistema Financeiro Nacional - Operações de Crédito – Por Controle de Capital (set/2008-set/2009) - Variação Mensal (%) – Em R$ dez/2018 – IGP-DI.....110
GRÁFICO 2.5 - Sistema Financeiro Nacional - Operações de Crédito – Por Controle de Capital (2011-2018) - Em R$ bilhões - dez/2018 – IGP-DI.....113
GRÁFICO 2.6 - Taxa de Crescimento - Operações de Crédito – Por Tipo (Livre x Direcionado) - Variação Acumulada (%) – Em R$ dez/2018 – IGP-DI.....114
GRÁFICO 2.7 - Estoque de Dívida e Serviço da Dívida das Famílias - (mar/2005-dez/2018) - Part. (%) sobre a renda corrente/acumulada.....116
GRÁFICO 2.8 - FGTS – Arrecadação e Saque de Recursos (1995-2018) - Em R$ bilhões - dez/2018 – IGP-DI.....124
GRÁFICO 2.9 - FGTS – Balanço Patrimonial - Ativo (2001-2018) - Em R$ bilhões - dez/2018 – IGP-DI.....125
GRÁFICO 2.10 - FAT – Arrecadação e Saque de Recursos (1995-2017) - Em R$ bilhões - dez/2017– IGP-DI.....133
GRÁFICO 2.11 - FAT – Balanço Patrimonial - Ativo (2002-2018) - Em bilhões - R$ dez/2018 – IGP-DI.....133
GRÁFICO 2.12 - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo - Origem de Recursos (1995-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....143
GRÁFICO 2.13 - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo - Aplicação de Recursos (1995-2018)- Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....144
GRAFICO 3.1 - Sistema Financeiro Nacional - Participação das Operações de Crédito sobre o ativo (1994-2018) - Em %.....153
GRAFICO 3.2 - Bancos Privados e Bancos Públicos Selecionados - Participação das Operações de Crédito sobre o Ativo (1994-2018) - Em %.....154
GRÁFICO 3.3 - Sistema Financeiro Nacional - Bancos Privados - Ativo (1994-2002) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....159
GRÁFICO 3.4 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Ativo – Operações de Crédito (1994-2002) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....160
GRÁFICO 3.5 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Ativo – Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (1994-2002) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....160
GRÁFICO 3.6 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (1994-2002) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....161
GRÁFICO 3.7 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo (1994-2002) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....162
GRÁFICO 3.8 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo - Depósitos (1994-2002) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....163
GRÁFICO 3.9 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo – Obrigações por Operações Compromissadas (1994-2002) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....163
GRÁFICO 3.10 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo – Obrigações por Empréstimos e Repasses (1994-2002) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....164
GRÁFICO 3.11 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Ativo (2003-2010) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....165
GRÁFICO 3.12 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Ativo – Operações de Crédito (2003-2010) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....166
GRÁFICO 3.13 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Ativo – Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2003-2010) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....167
GRÁFICO 3.14 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados (2003-2010) - Ativo - Títulos e Valores Mobiliários - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....168
GRÁFICO 3.15 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo (2003-2010) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....168
GRÁFICO 3.16 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Depósitos (2003-2010) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....169
GRÁFICO 3.17 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Obrigações por Operações Compromissadas (2003-2010) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....170
GRÁFICO 3.18 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Ativo (2011-2018) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....171
GRÁFICO 3.19 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados- Ativo – Operações de Crédito (2011-2018)- Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....172
GRÁFICO 3.20 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Ativo – Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2011-2018) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....172
GRÁFICO 3.21 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (2011-2018) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....173
GRÁFICO 3.22 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo (2011-2018) -Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....174
GRÁFICO 3.23 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo – Depósitos (2011-2018) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....174
GRÁFICO 3.24 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo – Obrigações Por Operações Compromissadas (2011-2018) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....175
GRÁFICO 3.25 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo – Recursos de Aceites e Emissão de Títulos (2011-2018) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....176
GRÁFICO 3.26 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados - Passivo – Obrigações por Empréstimos e Repasses (2011-2018) - Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI.....176
GRÁFICO 3.27 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos - Banco do Brasil - Ativos (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....188
GRÁFICO 3.28 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Operações de Crédito (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....189
GRÁFICO 3.29 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos - Banco do Brasil - Ativos - Títulos e Valores Mobiliários (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....189
GRÁFICO 3.30 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos - Banco do Brasil - Passivo (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....190
GRÁFICO 3.31 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Depósitos (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....191
GRÁFICO 3.32 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo – Obrigações por Operações Compromissadas (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....191
GRÁFICO 3.33 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....192
GRÁFICO 3.34 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Ativo (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....193
GRÁFICO 3.35 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Ativo - Operações de Crédito (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....194
GRÁFICO 3.36 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Ativo – Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....194
GRÁFICO 3.37 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....195
GRÁFICO 3.38 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....196

GRÁFICO 3.39 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Depósitos (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....196
GRÁFICO 3.40 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....197
GRÁFICO 3.41 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Obrigações por Operações Compromissadas (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....198
GRÁFICO 3.42 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Ativo (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....199
GRÁFICO 3.43 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Ativo - Operações de Crédito (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....200
GRÁFICO 3.44 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Ativo - Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....200
GRÁFICO 3.45 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....201
GRÁFICO 3.46 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....202
GRÁFICO 3.47 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Depósitos (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....202
GRÁFICO 3.48 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Obrigações por Operações Compromissadas (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....203
GRÁFICO 3.49 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Recursos de Aceites e Emissões de Títulos (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....203
GRÁFICO 3.50 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....204
GRÁFICO 3.51 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil - Passivo - Outras Obrigações (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....205
GRÁFICO 3.52 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Ativo (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI..... 215
GRÁFICO 3.53 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Passivo (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....216
GRÁFICO 3.54 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....217
GRÁFICO 3.55 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Passivo - Outras Obrigações (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....217
GRÁFICO 3.56 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Ativo (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....219
GRÁFICO 3.57 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Passivo (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....219
GRÁFICO 3.58 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Passivo - Obrigações por Repasses e Empréstimos (2003-2010) Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....220
GRÁFICO 3.59 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Passivo - Outras Obrigações (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....221
GRÁFICO 3.60 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Ativo (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....222
GRÁFICO 3.61 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Passivo (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....223
GRÁFICO 3.62 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....224
GRÁFICO 3.63 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES - Passivo - Outras Obrigações (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....225
GRÁFICO 3.64 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....234
GRÁFICO 3.65 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo - Operações de Crédito (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....234
GRÁFICO 3.66 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo - Títulos e Valores Mobiliários (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....235
GRÁFICO 3.67 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo (1994-2002)- Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....236
GRÁFICO 3.68 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo - Depósitos (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....236
GRÁFICO 3.69 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo - Outras Obrigações (1994-2002) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....237
GRÁFICO 3.70 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....238
GRÁFICO 3.71 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo - Operações de Crédito (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....239
GRÁFICO 3.72 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo - Títulos e Valores Mobiliários (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....239
GRÁFICO 3.73 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....240
GRÁFICO 3.74 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo - Depósitos (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....241
GRÁFICO 3.75 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....242
GRÁFICO 3.76 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo - Outras Obrigações (2003-2010) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....242
GRÁFICO 3.77 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....243
GRÁFICO 3.78 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo - Operações de Crédito (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....244
GRÁFICO 3.79 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo - Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....245
GRÁFICO 3.80 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....245
GRÁFICO 3.81 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....246
GRÁFICO 3.82 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo - Depósitos (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....247
GRÁFICO 3.83 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo - Obrigações por Operações Compromissadas (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....247
GRÁFICO 3.84 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo – Recursos de Aceites e Emissões (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....248
GRÁFICO 3.85 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2011-2018) Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....249
GRÁFICO 3.86 - Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA - Passivo - Outras Obrigações (2011-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....249
GRÁFICO 3.87 - Sistema Financeiro Nacional - Operações de Crédito (1994-2018) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI.....251

LISTA DE QUADROS

QUADRO 3.1 - Balanço Patrimonial - Principais contas e subcontas do Ativo.....156
QUADRO 3.2 - Balanço Patrimonial - Principais contas e subcontas do Passivo.....157

LISTA DE TABELAS

TABELA 2.1. Fontes de Receitas – 40 Maiores Bancos do Sistema Financeiro Nacional - Em U$$ bilhões.....95
TABELA 2.2 - Sistema Nacional de Crédito Rural - Financiamento Acumulado – Origem de Recursos e Tipo de Aplicação (2013-2019) - Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI 146

LISTA DE ABREVIATURAS

BASA – Banco da Amazônia
BB – Banco do Brasil
BIS – Bank of International Settlements
BNB – Banco do Nordeste do Brasil
BNH – Banco Nacional da Habitação
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CAIXA – Caixa Econômica Federal
CLT – Consolidação das Leis do Trabalho
CG-FGTS – Conselho Gestor do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
CODEFAT – Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador
EMGEA – Empresa de Gestão de Ativos
FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador
FCO – Fundo Constitucional do Centro-Oeste
FCVS – Fundo de Compensação de Variações Salariais
FEF – Fundo de Estabilização Fiscal
FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial
FGC – Fundo Garantidor de Crédito
FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FNE – Fundo Constitucional do Nordeste
FSE – Fundo Social de Emergência
FNO – Fundo Constitucional do Norte
IGP – Índice Geral de Preços
IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo
OGU – Orçamento Geral da União
ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
PAC – Programa de Aceleração do Crescimento
PAEG – Programa de Ação Econômica do Governo
PASEP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PIB – Produto Interno Bruto
PIS – Programa de Integração Social
PLANASA – Plano Nacional de Saneamento
PLANHAB – Plano Nacional de Habitação
PNDR – Plano Nacional de Desenvolvimento Regional
PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
PROES Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária
PROEF - Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais
PRONAF – Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar
SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SFH – Sistema Financeiro da Habitação
SNCR – Sistema Nacional de Crédito Rural
SNHIS – Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social
SUDAM – Superintendência para o Desenvolvimento da Amazônia
SUDENE – Superintendência para o Desenvolvimento do Nordeste
TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....15

CAPÍTULO 01 – CRÉDITO, BANCOS E DINÂMICA PATRIMONIAL: UMA ABORDAGEM NÃO CONVENCIONAL..... 21

1.1. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE O PENSAMENTO CLÁSSICO E A NEUTRALIDADE DA MOEDA NO CICLO ECONÔMICO.....21

1.2. A REVOLUÇÃO KEYNESIANA E OS PILARES DE UMA NOVA TEORIA MONETÁRIA.....23

1.2.1.*TREATISE ON MONEY*: O INÍCIO DE UMA RUPTURA.....23

1.2.2.*TEORIA GERAL*, O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA E A CENTRALIDADE DA MOEDA.....28

1.2.3.ELEMENTOS FUNDAMENTAIS EM ECONOMIAS MONETÁRIAS DE PRODUÇÃO.....31

1.2.4. KEYNES, MINSKY E O PAPEL DA TEORIA DA PRECIFICAÇÃO DOS ATIVOS.....34

1.2.5. CIRCUITO *FINANCE FUNDING* E O PAPEL DOS BANCOS.....39

1.3. A CENTRALIDADE DE BANCOS EM ECONOMIAS MONETÁRIAS DE PRODUÇÃO.....42

1.3.1.A DINÂMICA DO ATIVO: A CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES NA ANALISE DA DINAMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS.....43

1.3.2.A DINÂMICA DO PASSIVO: A CONTRIBUIÇÃO DE MINSKY NA ANÁLISE DA DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS.....45

1.3.3.A DINÂMICA PATRIMONIAL DE BANCOS EM ECONOMIAS MONETÁRIAS DE PRODUÇÃO.....50

1.3.4.BANCOS E CÍCLOS DE ESTABILIDADE E INSTABILIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO.....57

1.4. *BIG BANK E BIG GOVERNMENT*: CONTRIBUIÇÕES PARA A ESTABILIDADE E REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO.....61

1.4.1.O PAPEL DO *BIG GOVERNMENT*.....63

1.4.2.O PAPEL DOS FINANCIADORES DE ÚLTIMA INSTÂNCIA – O *BIG BANK*.....65

1.5. A RELAÇÃO ENTRE O ESTADO E O SISTEMA FINANCEIRO.....67

1.5.1. BANCOS PÚBLICOS: UMA ABORDAGEM NÃO CONVENCIONAL.....71

1.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....75

CAPÍTULO 02 – SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: BANCOS E O PAPEL DO CRÉDITO NA ECONOMIA BRASILEIRA.....80

2.1. A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O PAPEL DO CRÉDITO: ASPECTOS INICIAIS.....81

2.1.1. REFORMAS FINANCEIRAS E O PADRÃO DE FINANCIAMENTO NOS ANOS 1960 E 1970.....82

2.1.2. BANCOS E REAJUSTE PATRIMONIALNOS ANOS 1980.....89

2.1.3. ABERTURA FINANCEIRA E REFORMAS INSTITUCIONAIS: O CONTEXTO DOS ANOS 1990.....93

2.1.4. O CICLO DE CRÉDITO NA ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 2000.....101

2.1.5. CRISE FINANCEIRA MUNDIAL E RUPTURAS: O PAPEL ANTICÍCLICO DOS BANCOS PÚBLICOS..... 108

2.1.6. A DÉCADA DE 2010: DA ASCENSÃO DOS BANCOS PÚBLICOS À RECESSÃO ECONÔMICA.....112

2.2. SISTEMA DE FINANCIAMENTO PÚBLICO NO BRASIL: INSTITUCIONALIDADE E ELEMENTOS CONCEITUAIS.....117

2.2.1. A ESTRUTURA DO FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO (FGTS).....119

2.2.2. A ESTRUTURA DO FUNDO DE AMPARO AO TRABALHADOR (FAT).....126

2.2.3. A ESTRUTURA DOS FUNDOS CONSTITUCIONAIS DE FINANCIAMENTO.....134

2.2.3.1. O FUNDO CONSTITUCIONAL DE FINANCIAMENTO DO NORDESTE (FNE).....135

2.2.3.2. O FUNDO CONSTITUCIONAL DE FINANCIAMENTO DO NORTE (FNO).....137

2.2.3.3. FUNDO CONSTITUCIONAL DE FINANCIAMENTO DO CENTRO OESTE (FCO)....140
2.2.4. DIRECIONAMENTO DE CRÉDITO E EXIGIBILIDADE SOBRE DEPÓSITOS....142
2.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS....147

CAPÍTULO 03 – DINÂMICA PATRIMONIAL DE BANCOS NO BRASIL....151
3.1. BANCOS E O PAPEL DO CRÉDITO NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: DADOS GERAIS..152
3.2.DESCRIÇÃO DAS CONTAS DO BALANÇO PATRIMONIAL DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL....156
3.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PRIVADOS NO BRASIL....158
3.3.1. DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PRIVADOS NO BRASIL (1994-2002)....158
3.3.2. DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PRIVADOS NO BRASIL (2003-2010)....165
3.3.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PRIVADOS NO BRASIL (2011-2018)....170
3.4. DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PÚBLICOS NO BRASIL....177
3.4.1. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BANCO DO BRASIL....177
3.4.1.1. BANCO DO BRASIL: ANTECEDENTES HISTÓRICOS....178
3.4.1.2. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BANCO DO BRASIL (1994-2002)....187
3.4.1.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BANCO DO BRASIL (2003-2010)....192
3.4.1.4. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BANCO DO BRASIL (2011-2018)....198
3.4.2. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BNDES....205
3.4.2.1. BNDES: ANTECEDENTES HISTÓRICOS....206
3.4.2.2. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BNDES (1994-2002)....214
3.4.2.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BNDES (2003-2010)....218
3.4.2.4. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BNDES (2011-2018)....221
3.4.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DA CAIXA....225
3.4.3.1. CAIXA: ANTECEDENTES HISTÓRICOS....226
3.4.3.2. DINÂMICAPATRIMONIAL DA CAIXA (1994-2002)....233
3.4.3.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DA CAIXA (2003-2010)....238
3.4.3.4. DINÂMICA PATRIMONIAL CAIXA (2011-2018) 243
3.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS....250

CONCLUSÃO....257

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS....264

INTRODUÇÃO

Para a real compreensão das transformações de economias capitalistas no século XX e dos fenômenos econômicos que se desencadearam em grande volume e intensidade nesse período, os avanços teóricos da Ciência Econômica, com destaque para o campo específico de estudo que abrange a economia monetária, foram decisivos para a construção de novas ideias e conhecimentos que nortearam a proposição de políticas macroeconômicas desde então.

Até o início da década de 1930, dentro do arcabouço teórico dominante na economia, era consensual o axioma de que toda a produção gerava a sua própria demanda, oriundo da chamada Lei de Say, constituída no início do século XIX. O alicerce teórico de tal concepção tem por fundamento a noção de economia de trocas, em que a riqueza de uma sociedade é medida pela capacidade de reprodução do processo de circulação de bens.

Esse processo seria intermediado pela moeda, vista, sob esse arcabouço, como mero instrumento facilitador das trocas. Assim, emergiu a ideia da neutralidade da moeda sobre a economia real, ou seja, a posse de moeda oriunda da comercialização de mercadorias não teria outro objetivo senão a aquisição de novas mercadorias ou elementos para o processo de produção.

Em economia de trocas, em que se relega à moeda o caráter de neutralidade, diante do fato de que a produção tem seu direcionamento certo à demanda, outra conclusão seria a existência de pleno emprego dos fatores de produção e a ausência de crises de superprodução ou de escassez de demanda, sendo o estado de equilíbrio a norma desse sistema, enquanto a existência de algum tipo de desajuste ou instabilidade seria encarada como uma situação transitória.

Com o advento da década de 1930, em meio ao epicentro da Grande Depressão, John Maynard Keynes, inicialmente com o *Treatise on Money* (1930) e, posteriormente, com a *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936), contribuiu para o questionamento de elementos teóricos do ideário clássico, o que foi decisivo para o desenvolvimento de uma nova teoria monetária e transformações no estudo da macroeconomia.

O ponto decisivo da construção de uma nova concepção sobre o funcionamento da economia foi evidenciar a centralidade da moeda e os seus efeitos sobre a economia, estando, em seus elementos básicos, as raízes para a concepção dos principais elementos

que definem a economia e que rompem com os paradigmas basilares do que Keynes entendia como teoria clássica: a teoria da demanda efetiva e o equilíbrio aquém do pleno emprego.

Assim, além de evidenciar que o nível de renda da economia é determinado pela demanda, estabeleceu-se que o pleno emprego não passa de um caso limite de economias em que, diante da presença de incerteza e das dificuldades na formação de expectativas, a moeda se comporta não apenas como refúgio ou como porto seguro do sistema, mas como veículo condutor da riqueza ao longo do tempo. A chamada preferência pela liquidez – conceito que pode ser entendido como a capacidade da moeda de se converter em outros ativos de forma mais rápida e com maior grau de manutenção de valor ao longo do tempo quando comparada com outros ativos - explica as variações nos níveis de demanda e, por consequência, da existência de desemprego e de quadros de instabilidades e crises.

Keynes também contribuiu para reformular a identidade entre poupança e investimento, lançando as bases para a compreensão de que a primeira é determinada *ex post*, como subproduto da renda gerada em uma decisão prévia de gasto – e não como uma variável obrigatória para a realização do investimento. Nesse momento, entra em evidência a ideia de que os mecanismos de financiamento das decisões de gastos são fundamentais para a realização do consumo e do investimento e, por consequência, para a expansão dos níveis de emprego e renda na economia.

Diante desse paradigma, os bancos podem ser entendidos como agentes centrais em economias monetárias de produção. Se, por um lado, a geração de emprego e renda é determinada pela demanda, a materialização das decisões de gasto, por sua vez, necessita de recursos que sejam adiantados aos agentes, por intermédio do crédito. Logo, a centralidade dos bancos se torna evidente, à medida que viabilizam o financiamento das decisões de gastos, que promovem a geração de emprego e renda.

Hyman Minsky, em seu livro *John Maynard Keynes* (1975), recuperou importantes contribuições existentes na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, adicionando elementos que foram decisivos para expandir a compreensão sobre a teoria da preferência pela liquidez e para enfatizar não apenas as aplicações de recursos dos agentes e os efeitos sobre a demanda agregada – ativos – mas também observar as obrigações constituídas pelos agentes – passivos – e suas respectivas condições de refinanciamento e de sustentabilidade dos compromissos como chave para o entendimento da transição entre cenários de estabilidade e instabilidade na economia.

A teoria da preferência pela liquidez – consubstanciada na dicotomia entre moeda e títulos – pode ser estendida para uma teoria da precificação dos ativos, a partir da ideia de existência de outras formas possíveis de aplicação da riqueza, uma vez que tanto a moeda quanto os demais ativos da economia são passíveis de comparações quanto aos atributos relacionados à rentabilidade esperada, custos e grau de liquidez. Minsky, por sua vez, contribuiu com a noção de que além do fato de cada uma das opções de aplicações apresentarem diferentes níveis de renda esperada, elas também apresentam diferentes tipos de fluxos de obrigações que devem ser levadas em conta para a real definição da posição financeira dos agentes, estabelecidos por meio de unidades de balanços que se integram a partir de relações de fluxos e estoques.

Sob a perspectiva da composição de direitos e obrigações, pode-se observar a forma com que os agentes definem a composição de seus ativos e expandem as suas obrigações para o financiamento das decisões de gasto, sendo os bancos agentes ativos nesse processo, tanto pela forma com que o financiamento realizado para as decisões de gastos de empresas e famílias como também à maneira com que eles expandem ou retraem seu balanço, realocando suas aplicações visando maior ou menor grau de rentabilidade *vis-à-vis* sua preferência pela liquidez, ao mesmo tempo em que são constituídas obrigações em seu passivo que podem ou não serem sustentáveis ao longo do tempo.

Dessa forma, unindo a construção teórica de Keynes, com a posterior contribuição de Minsky na análise da teoria monetária, coloca-se a possibilidade de se realizar uma análise do comportamento dos agentes – em especial, dos bancos - por meio da compreensão da dinâmica patrimonial existente, ou seja, por meio de seus posicionamentos ativos e passivos.

Os bancos, inerentemente, apresentam comportamento especulativo, uma vez que expandem suas posições ativas e passivas amparados em expectativas de liquidez e rentabilidade de suas aplicações, assim como também sobre as expectativas formadas sobre a capacidade dos tomadores de recursos de realizarem a renda esperada para cumprir com as obrigações pré-estabelecidas. Foi nesse contexto que Minsky escreveu que o próprio quadro de estabilidade sistêmica traz as bases para o cenário futuro de instabilidade e crise, dado que o processo de alavancagem crescente em períodos de estabilidade pode levar a mudanças abruptas na alocação de ativos e passivos por parte das instituições financeiras, o que impacta diretamente os agentes não financeiros que se financiaram previamente e que detinham obrigações, que podem deixar de ser

cumpridas em razão da supressão de recursos obtidos, bem como pela incapacidade de refinanciar as obrigações prévias, iniciando uma corrida por alienação de ativos e, por consequência, um quadro deflacionista e de instabilidade.

Como forma de encontrar elementos que pudessem amenizar o quadro de instabilidade oriunda da natureza especulativa da atividade bancária, Minsky, em seu livro *Stabilizing an Unstable Economy* (1986), sinalizou elementos que pudessem atuar ativamente ante o cenário de enfraquecimento da demanda agregada e de aumento da preferência pela liquidez de empresas e famílias. Diante da ausência de estímulos para a expansão de decisões de gastos em função do agravamento na concepção de expectativas quanto ao futuro, caberia ao governo – *Big Government* - e ao Banco Central – *Big Bank* – atuarem como estabilizadores dos níveis de renda e do valor dos ativos na economia, respectivamente.

Em função dos elementos apresentados, pode-se compreender a importância dos mecanismos de financiamento das decisões de gasto e a centralidade dos bancos nesse processo, embora também seja possível observar a existência de posturas inerentemente especulativas por parte dessas instituições quando da estruturação dos seus ativos e passivos, o que afeta os demais agentes por meio de quadros de fragilidade e instabilidade para a economia.

Nesse contexto, é possível trazer bancos públicos para o centro de um debate fundamental no sentido de que essas instituições podem concretizar o financiamento das decisões de gastos, mas também amenizar situações tais como instabilidade e geração de desigualdades oriundas do funcionamento normal dos mercados, uma vez que a atuação dessas instituições pode não ser limitada exclusivamente pelo *trade-off* rentabilidade e liquidez.

Há uma literatura[1] que entende que o papel dos bancos públicos esteja associado a uma incompletude no desenvolvimento do sistema financeiro, de modo que a atuação dos bancos públicos se restringe ao preenchimento de falhas deixadas pelo setor privado no que concerne ao atendimento às demandas de crédito.

Para Deos e Mendonça (2010), assim como para outros autores[2] que defendem uma atuação mais ampla por parte dessas instituições, o papel que cabe aos bancos públicos pode e deve ir além do enfrentamento das deficiências no processo de alocação

[1] La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2002), Yevati, Micco e Panizza (2007).
[2] Minsky *et al.* (1996), Mollo (2005), Torres Filho (2007), Andrade e Deos (2009), Mendonça e Deos (2017).

de crédito, a partir de atuação mais abrangente dessas instituições, que podem contribuir de maneira importante para contrapor e atenuar a incerteza e a instabilidade inerentes às economias capitalistas.

Nesse sentido, bancos públicos podem reduzir o comportamento inerentemente cíclico dos mercados, atuando no sentido de suavizar movimentos tanto de contração quanto de expansão, ao imprimirem uma lógica alternativa à dos agentes de mercado. Adicionalmente, podem reduzir desigualdades geradas e reforçadas pelos agentes de mercado, sejam elas setoriais ou regionais. Por fim, são instituições que atuam no enfretamento de situações mais graves de instabilidade e geração de desigualdades, que resultam do funcionamento normal dos mercados.

Assim, a construção da tese nasceu do entrelaçamento dos elementos mencionados anteriormente. O interesse de investigação remonta o papel central de bancos em economias monetárias da produção, tanto em função da centralidade do financiamento das decisões de gastos, quanto em função do comportamento dessas instituições em termos da dinâmica patrimonial, por meio das decisões de composição das aplicações que são realizadas em comparação com a forma com que as obrigações são estruturadas ao longo do tempo. Diante desse contexto e em função da instabilidade inerente ao comportamento dos bancos em geral, esta tese tem por objetivo discutir a centralidade do crédito, a partir de uma abordagem keynesiana-minskyana, evidenciando a importância dos bancos públicos no financiamento da economia brasileira, sob a ótica da dinâmica patrimonial dessas instituições.

Para esse estudo, além de extensa revisão bibliográfica, utiliza-se como ferramenta a base de dados do balanço patrimonial de bancos públicos e privados para o período entre 1994 e 2018, disponibilizada pelo Banco Central. O período de tempo a ser analisado se inicia em meados da década de 1990, em função da ocorrência de várias transformações relevantes no sistema financeiro nacional. Como exemplo, observa-se o processo de reestruturação desse sistema, o virtuoso ciclo de crédito que se desenvolveu na década de 2000, a crise financeira mundial que se deflagrou entre 2008 e 2009 e as políticas internas de enfrentamento de seus efeitos, com protagonismo dos bancos públicos, tanto do ponto do vista de uma atuação anticíclica como também na atuação pró-cíclica que se estendeu na primeira metade da década de 2010.

O primeiro capítulo da tese destina-se à discussão teórica da centralidade do crédito e o papel dos bancos no financiamento das decisões de gasto dos agentes, a partir de um paradigma keynesiano-minskyano. Posteriormente, insere-se uma

discussão sobre o papel dos bancos públicos dentro desse sistema, a partir de uma perspectiva mais ampla, que vai além do que é comumente observado no âmbito do *mainstream,* como forma de oferecer contribuições adicionais sobre a atuação dessas instituições no financiamento da demanda.

O segundo capítulo desta tese se dedica à caracterização do sistema financeiro nacional entre as décadas de 1960 e 2010, evidenciando, sobretudo, a atuação dos bancos no financiamento da economia nacional *vis-à-vis* outras alternativas de alocação dos recursos por parte dessas instituições. Em adicional, realiza-se a análise do sistema de financiamento público, a partir de sua institucionalidade e de elementos específicos que desenvolvem uma estrutura formada por bancos públicos, fundos públicos e por mecanismos de exigibilidades e de direcionamento de crédito.

O terceiro capítulo concentra-se na análise dos dados do sistema financeiro nacional entre os anos de 1994 e 2018, para observar a dinâmica patrimonial de bancos no Brasil, elucidando as principais contas do ativo e do passivo, com especial atenção para o papel ocupado pelo crédito. Por meio dos dados disponibilizados pelo Banco Central, realiza-se uma análise segregada em dois blocos: primeiramente, analisam-se os dados dos bancos privados no Brasil; posteriormente, analisam-se os dados dos principais bancos públicos federais no Brasil – Banco do Brasil, CAIXA e BNDES. No caso dos bancos públicos, optou-se por incluir subseções de antecedentes históricos como forma de reforçar a compreensão da especificidade dessas instituições e auxiliar na análise da dinâmica patrimonial. Ainda além, esclarece-se que os dados referentes aos bancos privados são analisados tão somente com o intuito de garantir um grau mínimo de comparabilidade com os bancos públicos, objeto de análise da presente tese.

A hipótese desse trabalho é que os bancos públicos são agentes centrais no financiamento da economia brasileira, uma vez que tais instituições garantem uma maior disponibilidade de crédito ao sistema financeiro quando comparadas com os bancos privados, em um processo que é reforçado pela institucionalidade associada ao sistema de financiamento público no Brasil.

CAPÍTULO 01 – CRÉDITO, BANCOS E DINÂMICA PATRIMONIAL: UMA ABORDAGEM NÃO CONVENCIONAL

O objetivo do primeiro capítulo é introduzir a discussão sobre a centralidade do crédito e o papel dos bancos enquanto agentes fundamentais na viabilização do financiamento de economias capitalistas, entendidas como economias monetárias da produção. Para tal, o capítulo se organiza da seguinte forma:

Inicialmente, reconstrói-se o papel da moeda em economias monetárias de produção, a partir de um paradigma keynesiano-minskyano, e a atuação dos bancos ao permitir que, por meio do crédito, se materializem as decisões de gasto geradoras de emprego e renda.

Posteriormente, detalha-se a atuação dos bancos por meio da dinâmica patrimonial dessas instituições, associada à alocação de recursos e consolidação de obrigações, como elemento chave no processo de expansão da riqueza em economias monetárias de produção, o que pode gerar, em função do caráter inerentemente especulativo do sistema, ciclos de instabilidade e crises.

Por fim, introduz-se a discussão sobre os bancos públicos, destacando o papel dessas instituições enquanto agentes que podem contribuir para o melhor funcionamento do sistema financeiro, uma vez que podem apresentar uma atuação distinta em relação aos bancos privados no tocante à disponibilização do crédito.

1.1. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE O PENSAMENTO CLÁSSICO E A NEUTRALIDADE DA MOEDA NO CICLO ECONÔMICO

Dentro do pensamento econômico predominante no início do século XX, há, juntamente com outros pressupostos, um importante papel da Lei de Say, podendo esta ser definida, de forma sucinta, como a ideia de que toda a produção da economia gera, por consequência, uma demanda correspondente.

Por meio desse pressuposto, depreende-se que a riqueza da economia é oriunda da capacidade de produção e de troca dos bens produzidos, uma vez que o ajuste entre a oferta e a demanda é automático. Sob este aspecto, a moeda não aparenta demonstrar importância no sistema, sendo seu papel restrito a atuação como meio de troca entre os bens da economia.

A ideia de que a moeda se restringe à condição de meio de troca faz com que ela não tenha influência no processo de produção, fazendo com que os fluxos de transações em termos monetários sejam desconsiderados, sendo estes apenas um reflexo do fluxo real de intercâmbio de bens e produtos.

A principal implicação da Lei de Say é a ideia do pleno emprego. Nesse contexto, o pressuposto principal é que a demanda potencial da economia é ilimitada, sendo o volume real da produção o seu único limite. Como consequência direta da existência do pleno emprego, tem-se o fato de que, na economia como um todo, não poderia haver uma situação de superprodução ou de subdemanda em geral. Deriva-se, desta concepção, a inviabilidade do surgimento de crises econômicas, isto é, situações em que, em função do excesso de produção, tem-se o acúmulo de estoques não realizados no mercado e, em seguida, uma queda acentuada na produção com expansão do desemprego (MIGLIOLI, 1979).

No entanto, apesar do que diz a teoria, as crises sempre ocorreram, muitas vezes ensejando respostas por parte dos próprios adeptos da Lei de Say. Nesse contexto, Mill (1909) e Marshall (1879) observam que as crises eram oriundas de problemas de ordem comercial ou financeira, em que certas circunstâncias ligadas à moeda, ao crédito ou à taxa de juros faziam com que a própria economia “infringisse” temporariamente a Lei de Say, levando a crises.

Mill (1909) chama atenção ao papel das atividades especulativas dos comerciantes, sendo o sistema de crédito o responsável pela crise, uma vez que taxas de juros reduzidas em momentos de euforia facilitavam a tomada de empréstimos com finalidades especulativas sobre os níveis de produção e estoque de mercadorias.

Marshall (1879) introduz, por sua vez, elementos comportamentais na discussão, argumentando que embora os agentes da economia tenham o poder de comprar, eles podem preferir não usar. Assim, entende a possibilidade de rompimento da igualdade entre produção e demanda, oriunda da quebra de confiança no ambiente dos negócios.

Assim sendo, o principal ponto a ser questionado é o fato de que a produção só é capaz de gerar uma renda equivalente se integralmente realizada, ou seja, é a realização – e não a produção – a responsável pela criação do poder de compra (POSSAS E BALTAR, 1981).

1.2. A REVOLUÇÃO KEYNESIANA E OS PILARES DE UMA NOVA TEORIA MONETÁRIA

Na seção anterior, constatou-se o fato de que entre os pressupostos hegemônicos da economia até o início do século XX, estava a ideia de neutralidade da moeda e a existência do pleno emprego, derivado da ideia de que toda a oferta da economia poderia ser absorvida pela demanda.

A seguir, inicia-se a análise das contribuições de Keynes que proporcionaram a chamada "revolução keynesiana". A taxonomia em questão deriva da importância do pensamento de Keynes para a análise macroeconomia a partir dos anos 1930 e do início de um processo de ruptura com elementos basilares da Teoria Clássica, lançando luzes para a construção de uma nova teoria monetária.

1.2.1. *TREATISE ON MONEY:* O INÍCIO DE UMA RUPTURA

Ao se comparar o *Treatise on Money* com a *Teoria Geral*, percebe-se, desde logo, uma evolução no pensamento de Keynes acerca da natureza do capitalismo, isto é, a compreensão de seu caráter instável e a tentativa de adequação de um método de análise que possa evidenciar a influência de expectativas, formadas em um contexto de incerteza, sobre a demanda dos agentes.

Esses elementos culminam com o estabelecimento, na *Teoria Geral*, de um papel distinto para a moeda, fundamental tanto para avaliar a trajetória do sistema quanto à ligação entre o passado e o futuro incerto. Porém, é possível afirmar que, já no *Treatise on Money*, Keynes empreende um processo de ruptura com a Teoria Quantitativa da Moeda[3], que restringe o papel da moeda, principalmente, ao de meio de troca.

No *Treatise on Money*, Keynes destaca a natureza de suas preocupações ao ordenar as funções da moeda e evidenciar os atributos da moeda como reserva de valor

[3] A Teoria Quantitativa da Moeda é a hipótese sobre a causa principal das variações no valor da moeda, estabelecendo que o estoque de moeda, "M" é o principal determinante do nível geral de preços, "P". Os economistas clássicos/neoclássicos chegaram a esta conclusão a partir da hipótese de que o produto real a preços constantes de qualquer economia depende exclusivamente de variáveis reais (fatores de produção e função de produção agregada) e que a velocidade de circulação da moeda varia de forma lenta e previsível a longo prazo (dependendo de fatores como o grau de desenvolvimento do setor bancário, frequência de pagamentos e recebimentos, rapidez de transporte e comunicações), podendo ser considerada uma constante no curto prazo. Ou seja, a moeda, nessa abordagem, não afeta o produto (KREMER E CORRAZA, 2003).

e unidade de denominação dos contratos. Keynes distingue a importância deste conceito de moeda, relevante em economias monetárias de produção, e o de meio de troca, relevante em economia de trocas. A constatação da importância da moeda, para além de sua função de meio de troca, talvez tenha sido o início da caminhada em direção ao reconhecimento de seu papel na produção (AMITRANO, 2005).

O objetivo central do *Treatise on Money* foi desenvolver uma teoria capaz de considerar, de um lado, a importância do sistema bancário e, de outro, a variação entre a demanda esperada e a demanda observada. Em adicional, outro elemento explorado por Keynes foi que, ao contrário da Teoria Quantitativa da Moeda, o determinante da evolução do nível de preços seria o desequilíbrio entre poupança e investimento, cujas causas poderiam ser diversas.

Para Keynes, a desigualdade entre investimento e poupança resulta de dois determinantes: a) a ação do sistema bancário na acomodação ou não dos depósitos em poupança, bem como a influência da taxa de juros de mercado sobre o preço das *securities*, uma vez que estas exercem grande influência sobre o preço dos bens de investimento; b) os erros de expectativas sobre as receitas esperadas da venda de produtos, o que afeta o nível de investimento no período subsequente. Assim, houve um esforço intenso por parte de Keynes no sentido de analisar, de um ponto de vista teórico, as relações entre a oferta de moeda, os ciclos de crédito e as variações no nível de atividade (AMITRANO, 2005).

Keynes havia notado o fato de que, em economias monetárias de produção, em que os rendimentos são pagos em moeda, é possível que uma parte da renda não seja gasta na produção corrente. Ou seja, a possibilidade de descasamento entre investimento e poupança é analisada tanto em função das distintas motivações a que estão sujeitos os agentes, como em termos dos diferentes tempos que ambas as decisões levam para serem concluídas.

Um dos grandes problemas da Teoria Quantitativa da Moeda, na visão de Keynes, estava relacionado ao padrão de medida do valor da moeda. Enquanto este dizia respeito ao volume de transações que uma unidade monetária seria capaz de realizar, Keynes, diferentemente, argumentava que o padrão de medida relevante seria aquele relacionado ao poder de comando da moeda sobre o trabalho e sobre o consumo.

Como observa o autor, o esforço e o consumo humanos são os elementos que conferem significado a uma transação econômica, de tal sorte que qualquer padrão monetário deve fazer referência aos propósitos de sua destinação. Por isso, Keynes

rompe com o método tradicional de fixar o padrão a partir da quantidade total de moeda e inicia uma dupla divisão nas partes que foram recebidas por meio da produção de bens de consumo e bens de investimento, respectivamente; e nas partes que foram gastas em bens de consumo e em poupança, respectivamente (KEYNES, 1930).

Keynes também buscou no *Treatise On Money* especificar a relação entre os lucros e o nível de preços, por meio das alterações na atividade econômica. Embora, inicialmente, os lucros possam ser entendidos como o resultado do processo econômicos, Keynes considera que a existência de lucros pode levar os agentes a considera-los em um segundo estágio como o motor da atividade econômica.

Durante o período de produção, o nível de produto está dado, assim como as expectativas, que não se alteram no curto prazo. Somente quando termina o período de produção é que os agentes podem revisar suas expectativas. A existência de diferenças entre o resultado realizado e esperado ao longo do tempo leva os agentes, no lapso de tempo compreendido entre dois períodos de produção, a inferirem que pode haver desigualdade entre os preços realizados no período anterior e os preços esperados no período atual. É por este mecanismo que os lucros ou prejuízos inesperados passam a ser uma variável *ex ante*, cuja existência se transforma em causa de eventos subsequentes, inclusive, na razão principal da mudança no sistema econômico existente (KEYNES, 1930).

Dois aspectos importantes emergem após essa análise: o primeiro diz respeito ao fato de que como os lucros são o resultado do processo e não fazem parte da renda, a poupança nunca poderia cair, por maior que fosse o gasto do público com consumo corrente. Igualmente, a poupança jamais poderia aumentar em virtude de uma redução dos gastos com consumo. O segundo aspecto relevante é que, à medida que os lucros começam a existir, passam, de resultado à causa dos eventos subsequentes, sobretudo, no que diz respeito à evolução do nível de atividade. É a existência de lucros inesperados que estimula os novos investimentos.

Para Keynes, as alterações no nível de produto têm forte associação com a taxa de juros e a sua determinação no mercado monetário. A questão crucial, neste ponto, está em considerar a taxa de juros como uma variável determinada pelos estoques de *securities* e moeda, assim como pelo papel desempenhado sobre as expectativas dos agentes do mercado financeiro. Por isso, é preciso compreender como a taxa de juros é formada e quais seus efeitos sobre a relação entre poupança e investimento.

O primeiro movimento de Keynes no que tange aos juros consiste em distinguir dois tipos de taxas: a taxa natural e a taxa de mercado. Seguindo a tradição de Wicksell, o autor observa que a taxa natural seria aquela que é neutra em seus efeitos sobre os preços dos bens e que, considerando uma economia não monetária, todo empréstimo fosse feito em termos reais. Neste sentido, seria aquela taxa que manteria a equivalência entre a poupança e investimento. O conceito de taxa de mercado é um pouco mais complexo, sendo definido como o conjunto de dois tipos de taxas: a) a *bank rate* e; b) a *bond rate*. A primeira está relacionada ao conjunto de taxas de juros para empréstimos de curto prazo, ao passo que a segunda se refere ao conjunto de taxas relacionadas a empréstimos de longo prazo. Por suposição, Keynes assume que a taxa bancária *(bank rate*) afeta a taxa de mercado no mesmo sentido, o que, de fato, é razoável, ainda que nem sempre isto ocorra desta maneira.

O fato de uma mudança na taxa de juros dos depósitos bancários afetar a poupança fica evidente desde o início. Porém, que fosse assim com o investimento era menos evidente naquela época ou, pelo menos, precisava ser justificada, pois existe mais de uma forma pela qual os juros podem afetar o volume do investimento.

Quando os agentes decidem poupar, devem realizar uma segunda decisão: a de reter sua riqueza sob a forma líquida, seja como capital de empréstimo, seja como capital real. De acordo com a análise de Keynes no *Treatise on Money*, esta decisão pode ser mais bem descrita como a escolha entre depósitos bancários e ações ou títulos privados de dívidas - *securities*[4].

Segundo Keynes, no mercado financeiro, existem dois tipos estilizados de posturas de agentes: os "baixistas" – *bears* - e os "altistas" - *bulls*. No primeiro caso, os agentes retêm moeda na expectativa de que as taxas de juros subam e, por consequência, o preço dos títulos se reduza. No segundo caso, os agentes acreditam que haverá uma redução na taxa de juros e, portanto, preferem reter *securities*, sob a expectativa de aumento dos seus preços. Desta forma, o comportamento dos juros bancários, assim

[4] Se um agente prefere manter sua riqueza sob a forma de depósitos bancários, isto significa que, ao nível de preços vigentes dos títulos, ele prefere os depósitos. Porém, essa preferência pode se alterar em função de mudanças nos preços dos títulos e dos depósitos. Existe uma relação inversa entre o preço das *securities* e as taxas de juros dos depósitos bancários de poupança. A hipótese é que *securities* e depósitos são ativos financeiros concorrentes, de tal sorte que um aumento das taxas bancárias promove uma fuga dos títulos para os depósitos, o que acarreta a queda nos preços dos primeiros (AMITRANO, 2005).

como dos preços dos títulos são determinados pelo padrão de expectativas que prevalece no mercado[5].

As transações com *securities* dizem respeito à esfera financeira e não guardam, necessariamente, uma ligação direta com o volume de produção, tanto de bens de consumo, quanto de bens de capital. Porém, a despeito de estarem relacionadas ao estoque de riqueza, as *securities* apresentam variações em seus preços que, em geral, são acompanhadas por variações, no mesmo sentido, dos preços dos bens de capital.

No *Treatise on Money*, o investimento é determinado da mesma maneira que a aplicação em ativos financeiros, isto é, em função do preço de demanda desses ativos. Uma elevação da taxa que desconta os pagamentos futuros de uma *security*, por exemplo, implica uma redução do valor presente de mercado deste fluxo de rendimentos. Em uma situação como esta, os agentes, ao compararem o preço de demanda de *securities* ao dos ativos de capital, perceberão que há mais vantagem em adquirir o primeiro tipo de ativo.

Desta forma, a permeabilidade entre os circuitos financeiro e industrial implicará, neste exemplo, um deslocamento dos recursos da esfera industrial para a financeira - e vice-versa - reduzindo o preço de demanda dos ativos de capital em comparação ao das *securities*.

Em resumo, as variações nas taxas bancárias, que remuneram os depósitos de poupança, assim como as variações nos preços das *securities*, são determinadas, em grande medida, pelo comportamento dos agentes na esfera financeira, em face de suas expectativas quanto à evolução dessas variáveis, bem como pela magnitude do estoque de *securities* e de depósitos bancários. Além disso, as oscilações em seus valores afetam os lucros ou prejuízos antecipados e o valor dos investimentos. Assim sendo, as alterações do nível de preços estão muito mais relacionadas ao comportamento do sistema bancário do que à evolução da oferta monetária - contrariamente à suposição da Teoria Quantitativa da Moeda.

O desequilíbrio entre os fluxos de investimentos e de poupança está relacionado ao fato de que cada uma dessas decisões são realizadas por agentes distintos, com motivações diferentes e que têm tempos de realização bastante desiguais, de modo que a desigualdade entre as variáveis corresponde a uma situação *ex ante*. Na verdade, é

[5] Se existe uma predominância de baixistas, isto significa que haverá um aumento das taxas de juros, a menos que o sistema bancário seja capaz de acomodar o maior volume de depósitos bancários, aumentando a oferta de crédito do sistema.

somente quando o investimento se completa que o valor da poupança agregada tem que ser igual a ele, o que implica que o equilíbrio entre poupança e investimento se refere, apenas, a uma situação *ex post* (AMITRANO, 2005).

Em resumo, é possível estabelecer três pontos importantes que permeiam a análise de Keynes no *Treatise on Money:* a) o destaque à divergência entre os resultados realizados e aqueles esperados no início do período de produção; b) considerações sobre os efeitos da incerteza nas expectativas dos agentes – o que foi aprofundado na *Teoria Geral* e c) a centralidade do sistema financeiro como instância decisiva no processo de produção – sendo esse ponto de fundamental importância na construção do argumento da tese.

1.2.2. *TEORIA GERAL*, O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA E A CENTRALIDADE DA MOEDA

Keynes, ao escrever a *Teoria Geral*, buscou estudar os determinantes dos agregados econômicos – a renda agregada, o investimento agregado, o consumo agregado, o nível de emprego agregado. Assim, o desemprego involuntário deveria ser encarado como um problema social e enfrentado em bases radicalmente distintas daquelas colocadas pelo que ele chamava "teoria clássica" (FERREIRA, 2018).

Na sua visão, o nível de emprego não era determinado no âmbito do mercado de trabalho, como defendiam seus antecessores. Resultava dos cálculos dos donos da riqueza, em condições de incerteza. Esse era o traço distintivo da economia de Keynes: ele tratava dos resultados agregados de tomadas de decisão dos proprietários da riqueza. E o objetivo desses proprietários de riqueza não era outro se não acumular riqueza. Essa era para Keynes a essência de economias monetárias de produção, a ocorrência de desemprego involuntário resulta das decisões dos proprietários da riqueza, e não da interação dos agentes atuantes no mercado de trabalho (FERREIRA, 2018).

Somente em um caso particular os cálculos de maximização de rendimentos esperados levariam ao pleno emprego. A teoria de Keynes, por sua vez, pretendia examinar o caso geral - a determinação de qualquer que fosse o nível de emprego. Com a publicação da *Teoria Geral*, Keynes apresentou uma teoria geral e revolucionária, que versava sobre um mundo no qual poderia ocorrer equilíbrio com desemprego involuntário, como resultado da *rationale* dos proprietários de riqueza tomando suas decisões em um ambiente de incerteza (FERREIRA, 2018).

A *Teoria Geral* traz em sua construção uma série de elementos marcantes, quais sejam: a) o desenvolvimento de uma teoria que traz em sua essência a noção do tempo histórico; b) a ideia de que há, em economias monetárias de produção, assimetrias e diferenças significativas entre os agentes, e de que a dinâmica dessa economia responde, essencialmente, às decisões tomadas por uma classe de capitalistas; c) a constatação de que o objetivo da acumulação pode ser a própria acumulação - e não o consumo; d) o conceito de incerteza e suas implicações cruciais para uma teoria das decisões econômicas, incluindo os elementos de uma teoria das expectativas e uma teoria do comportamento convencional; e) a teoria da escassez como fonte da rentabilidade dos ativos; f) uma teoria geral dos ativos e da composição do portfólio, envolvendo a discussão acerca do prêmio de liquidez dos ativos e o uso do conceito de liquidez, bem como o estudo da demanda por dinheiro como aplicação de capital; e g) a inserção, no âmbito de uma teoria geral da decisão de aplicar, das decisões de produzir e investir (MACEDO E SILVA, 1994).

O desenvolvimento de uma teoria monetária da produção passa, diretamente, pelas principais contribuições teóricas contidas na *Teoria Geral*, no caso, a determinação do investimento, a taxa de juros e a determinação da renda[6]. A partir desses elementos, a estabilidade da economia está assegurada pela interação das esferas real - cujos determinantes são a eficiência marginal do capital, a propensão a consumir e o multiplicador da renda - e monetária - cujo comportamento associa-se à preferência pela liquidez e à oferta de moeda.

A partir do princípio da demanda efetiva, o volume de emprego e, consequentemente, o nível de renda são determinados pelas decisões de gasto da sociedade. Em outras palavras, a demanda é que determina as decisões de produção e emprego.

O comportamento da demanda depende dos níveis de consumo e dos níveis de investimento. O consumo é uma função do nível de renda e a sua determinação é explicada pela chamada lei psicológica fundamental: à medida que a renda expande, o consumo também expande, porém de forma proporcionalmente menor. A intertemporalidade das decisões de gasto já se mostra evidente uma vez que o consumo depende da renda e esta, por sua vez, é originada de prévias decisões de gasto.

[6] Em escritos realizados anteriormente à *Teoria Geral*, quando esta estava a ser desenvolvida, Keynes já apresentava o conceito de economia monetária de produção.

As decisões de investir dependem da eficiência marginal do capital, determinada pelas expectativas de rendas futuras por parte dos capitalistas, e das taxas de juros, que se constituem como um fenômeno monetário. Tendo em vista que as expectativas são formadas em um ambiente de incerteza e que elas se alteram constantemente, a decisão de investir é por si só caracterizada por um elevado grau de instabilidade.

Os juros, por sua vez, se constituem como um fenômeno monetário porque, ao contrário dos clássicos que supunham a taxa de juros como sendo o preço de equilíbrio entre a demanda por investimento e o montante de abstenção do consumo, Keynes supõe que a taxa de juros consiste no preço que equilibra o desejo de se manter riqueza em forma mais líquida, dada uma quantidade disponível de moeda no mercado. A taxa de juros pode ser definida pela interação entre a preferência pela liquidez e pela quantidade de moeda, de maneira que o comportamento da taxa de juros depende da intensidade da preferência pela liquidez em relação à quantidade de moeda disponível para satisfazer o desejo de liquidez. A taxa de juros, dessa maneira, fica determinada como um prêmio pago aos agentes que decidem abrir mão do atributo de liquidez da moeda.

A partir das definições do princípio da demanda efetiva e da taxa de juros, a essência da teoria monetária da produção desenvolve-se ao longo do capítulo 17 da *Teoria Geral*, quando Keynes, ao analisar as propriedades essenciais da moeda e dos juros, apresenta os motivos para os quais a economia apresenta uma insuficiência de demanda efetiva. A ideia consiste em mostrar que não sendo a moeda produzida pelo setor privado, a taxa monetária de juros tem um limite à queda, ao passo que, no caso de outros ativos, a produção adicional pode ter quedas acentuadas nas suas eficiências marginais. Então, os desequilíbrios no sistema econômico ocorrem porque, por um lado, a preferência pela liquidez da moeda pode se elevar infinitamente, porém jamais cairá abaixo de certo limite, e, por outro, a eficiência marginal do capital de diferentes ativos não se eleva na mesma proporção, bem como cai quase que sem limites.

A concepção da economia monetária permite, portanto, compreender as crises de insuficiência de demanda efetiva da economia. Em outras palavras, a demanda agregada coloca-se como insuficiente para sustentar uma situação de pleno emprego, à medida que existe uma possibilidade de se manter poder de compra no tempo em forma líquida que seja independente da produção e, consequentemente, do emprego (CARVALHO, 1987).

1.2.3. ELEMENTOS FUNDAMENTAIS EM ECONOMIAS MONETÁRIAS DE PRODUÇÃO

Essa seção tem por objetivo consolidar os elementos oriundos da evolução do pensamento keynesiano em contraposição à Teoria Clássica, o que foi chamado de economia monetária de produção. Esse conceito foi utilizado por Keynes pela primeira vez em um artigo publicado em 1933.

Em trecho transcrito do Volume 13 do *The Collected Wrtings of John Maynard Keynes*, Keynes (1971) afirma que:

> *"In my opinion the main reason why the problems of crisis is unsolved, or at any rate why this theory is so unsatisfactory, is to be found in the lack of what might be termed a monetary theory of production (...) The theory which I desiderate would deal (...) with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of the events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behavior of money between the first state and the last. And it is which we ought to mean when we speak of a monetary economy" (Vol. XIII, pp. 408-409).*

Carvalho (1992) fez um importante esforço de organizar o conceito de economia monetária de produção em seis princípios teóricos, descritos a seguir.

O primeiro princípio vem a ser a não neutralidade da moeda, ou seja, a ideia de que as decisões de gasto são orientadas pela valorização e acumulação da riqueza em sua forma monetária, bem como o fato de que a moeda apresenta efeitos sobre as variáveis reais da economia. As propriedades da moeda fazem com que uma crise de demanda efetiva, ocasionada pelo aumento do grau de preferência por liquidez dos agentes, em resposta a uma situação de incerteza, não possa ser sanada pela realocação dos fatores de produção pelo setor privado para a fabricação de dinheiro ou ativos altamente líquidos. Assim, o conceito de economia monetária da produção mostra que a moeda exerce impacto sobre as variáveis-chave do sistema, pois altera o ritmo de acumulação de capital da economia em seu conjunto. (KEYNES, 1936).

Em economias monetárias de produção, inexistem mecanismos de mercado que garantam um grau de preferência pela liquidez compatível com uma taxa de juros que

assegure a igualdade entre receitas esperadas e custos agregados em termos monetários ao nível de pleno emprego dos fatores de produção[7].

O segundo princípio de economias monetárias de produção diz respeito à hierarquia das decisões, ou seja, o papel que cada tipo de agente possui na determinação dos níveis de emprego e renda. Nesse princípio, observa-se que o poder de decisão é distribuído de forma desigual, sendo que é em consequência da definição dos níveis de demanda por parte de empresários e bancos que se têm os efeitos sobre os níveis de emprego e renda da economia como um todo (CARVALHO, 1992; 1989).

Studart (1992) destaca que as decisões empresariais se mostram dependentes de validação dos bancos, pois estes detêm condições de emitir passivos que servem como meio de pagamento. Portanto, são as decisões de investimento das empresas e de balanço dos bancos que, conjuntamente, ditam o compasso do ciclo de negócios da economia.

O terceiro princípio de economias monetárias de produção corresponde ao princípio da incerteza associado ao tempo. Considerando que o ato de produzir demanda tempo, as decisões empresariais são condicionadas pelas expectativas de retorno, constituindo uma atividade essencialmente especulativa, dada a impossibilidade de realizar previsões, a partir de parâmetros racionais, acerca do comportamento subsequente da demanda agregada.

Em seu *Tratado Sobre a Probabilidade*, Keynes discute que, enquanto em alguns caso seja possível atribuir valores numéricos a uma determinada probabilidade, existem casos em que nenhum valor pode ser objetivamente definido e, em função disso, as decisões precisam ser tomadas como se houvesse algum grau de objetividade[8]. O que ocorre, de fato, é que as probabilidades subjetivas estão sujeitas a mudanças rápidas e substanciais[9].

---

[7] Nesse tipo de economia, a demanda por dinheiro será ineficiente para gerar sinais de mercado que concorram para estimular o investimento e, ao cabo, a contratação de unidades adicionais de força de trabalho pelos homens de negócios. Isto porque, de um lado, o dinheiro representa um veículo menos incerto para estabelecer uma ponte entre o presente e um futuro desconhecido e, de outro, o prêmio por sua renúncia constitui fenômeno eminentemente monetário (OLIVEIRA, 2009).

[8] Outro fator fundamental na análise de Keynes é o peso ou a confiança com que a probabilidade atribuída a um determinado evento é usada como guia para a ação ou a decisão. No contexto da *Teoria Geral*, em que se discutem problemas econômicos associados às decisões dos agentes, eventos como crises podem reduzir drasticamente a confiança com a qual são sustentadas as visões de mundo, em função das mudanças nas distribuições de probabilidades subjetivas atribuídas a eventos futuros, aumentando ou diminuindo a confiança com que são sustentadas as visões de mundo (MINSKY, 1975).

[9] Keynes não buscou distinguir o que seria sabidamente incerto do que é apenas provável. Em um de seus exemplos, ele considera que enquanto para alguns fenômenos é possível atribuir algum tipo de probabilidade, por mais remota que seja - por exemplo, um jogo de roletas - para algumas questões, não

As decisões empresariais são orientadas por expectativas de curto prazo, relacionadas ao custo da produção em diversas escalas e ao preço de demanda desta produção; e de longo prazo, relacionadas às rendas esperadas em função da expansão do estoque de capital. Expectativas sobre um futuro não probabilístico e sujeitas a oscilações constantes ao longo do tempo explicam as flutuações do investimento e, por consequência, da demanda efetiva.

Os efeitos instabilizadores da incerteza sobre as decisões de investimento podem ser atenuados em função da existência de convenções associadas ao comportamento da maioria dos agentes, assim como pela suposição de que as condições correntes permanecerão. As convenções funcionam a partir do pressuposto de que o presente é um bom guia para o futuro e que é fundamental obedecer ao comportamento da maioria ou da média, o que remete, na verdade, a bases frágeis que estão sujeitas a mudanças repentinas e violentas. A mesma convenção que pode funcionar atenuando a incerteza, também pode, por outro lado, se mostrar incapaz de evitar movimentos de instabilidade sistêmica, podendo inclusive potenciá-los.

Assim, a incerteza sobre o futuro impõe aos agentes a necessidade de compor portfólios que contemplem ativos com elevado grau de liquidez, como forma de proteção ante o surgimento de obrigações inesperadas (motivo precaucional de demanda por moeda), ou para viabilizar operações especulativas (motivo especulação de demanda por moeda).

O quarto princípio de economias monetárias de produção está associado ao conceito de não-ergodicidade. De modo geral, isto significa que estimativas calculadas a partir de dados passados são insuficientes para antecipar as condições que irão prevalecer no futuro. Essa condição deriva do fato de que as decisões são tomadas em um ambiente em constante mutação. Logo, os eventos passados e correntes são insuficientes para fornecer parâmetros confiáveis para viabilizar o conhecimento completo *ex-ante* acerca dos resultados de decisões tomadas no presente.

O quinto princípio de economias monetárias de produção é o princípio da coordenação que postula que as economias monetárias não possuem mecanismos possíveis de planejamento central. Ou seja, a coordenação entre produção e consumo somente pode ocorrer *a posteriori*, pois os agentes tomam decisões em contextos

---

haveria nenhum tipo de base científica para extrair algum tipo de cálculo, justamente por não existir nenhum tipo de informação disponível. No entanto, a necessidade de ação e de decisão faz com que as pessoas atuem como se fosse possível realizar algum tipo de cálculo.

distintos, tanto do ponto de vista histórico quanto do ponto de vista geográfico, o que faz com que seja impossível centralizar e distribuir funções econômicas.

Por fim, tem-se o princípio das propriedades da moeda, atrelado ao fato de que as elasticidades de produção e substituição da moeda são negligenciáveis, lançando as luzes para a centralidade da liquidez da moeda e da sua capacidade de liquidar dívidas, salários e contratos monetários (DAVIDSON 1994).

1.2.4. KEYNES, MINSKY E O PAPEL DA TEORIA DA PRECIFICAÇÃO DOS ATIVOS

Keynes, na *Teoria Geral,* apresentou o conceito de preferência pela liquidez a partir de uma abordagem dicotômica, ou seja, o agente teria duas opções para compor seu portfólio de ativos: moeda ou títulos, sendo a primeira uma forma líquida e a segunda, por consequência, ilíquida. No entanto, a teoria da preferência pela liquidez não deve ser entendida enquanto uma simples teoria de demanda por moeda, mas sim como uma teoria de alocação de ativos e de composição de riqueza (CARVALHO, 1999a; WRAY, 1990).

No capítulo 17 da *Teoria Geral,* Keynes expandiu a abordagem desenvolvida nos capítulos anteriores, destacando a existência de uma série de ativos na economia que, juntamente com a moeda, se constituem como alvo da decisão de aplicação de riqueza por parte dos agentes. Com isso, viabilizou-se a construção de uma teoria da composição da carteira e da precificação de ativos, permitindo uma interpretação mais ampla da teoria da preferência por liquidez.

A partir desse momento, a preferência pela liquidez passou a ser entendida como uma questão de grau, em que os atributos de rentabilidade e de liquidez podem ser combinados, tendo em vista a existência de uma diversidade de ativos que apresentam diferentes níveis de liquidez e rentabilidade e que podem ser combinados de diferentes maneiras (CARVALHO, 1992).

O grau de liquidez de um ativo depende da rapidez com que ele pode ser convertido em moeda ou em outras formas de ativos sem perda de valor, de modo que um aumento do grau de preferência pela liquidez reflete o aumento do desejo dos detentores de ativos pela segurança de convertê-los por seus respectivos valores esperados (HICKS, 1962).

O rendimento dos ativos corresponde aos valores assumidos por quatro atributos: a) a renda esperada pelo uso ou pela posse de um ativo; b) custo esperado de manutenção ou carregamento do ativo, calculado pela razão entre os custos esperados e o preço corrente do ativo; c) prêmio de liquidez, que corresponde ao rendimento monetário que as pessoas abrem mão em razão da conveniência ou segurança oferecida pela liquidez e d) apreciação ou depreciação esperada do valor de mercado do ativo.

A taxa própria de juros de um ativo constitui, pois, uma medida de sua renda esperada. A especificidade da moeda decorre do fato de que seu custo de manutenção se mostra inferior ao seu prêmio de liquidez, entendido este como a proteção que a moeda oferece ao seu detentor ante sua capacidade de liquidação imediata das transações, ou seja, um direito sobre a riqueza. Dessa forma, em momentos de aumento de incerteza, a demanda por moeda se acentua quando comparada a outros tipos de ativos, (KEYNES, 1936).

Do conceito de taxa própria de juros, parâmetro das decisões capitalistas, decorre que as diferentes classes de ativos oferecem, em diferentes proporções, um retorno denominado em moeda e outro denominado sob a forma de prêmio de liquidez. O aumento da preferência pela liquidez por parte dos agentes econômicos se consubstancia sob a forma de uma demanda mais elevada por ativos que sejam mais líquidos, ainda que não apresentem um retorno monetário quando comparado com outros ativos.

As escolhas de composição da carteira de ativos dos agentes econômicos, incluindo os bancos, podem variar entre classes de ativos que oferecem maior ou menor rentabilidade esperada, mais ou menos sujeitas a perdas ou ganhos de capital e com maior ou menor prêmio de liquidez, sendo que, em regra, há uma relação inversa entre o grau de rentabilidade e o grau de liquidez dos ativos.

Em economias, cuja noção de tempo histórico apresenta papel fundamental, uma vez que as decisões de gasto se concretizam em um ambiente de incerteza e, necessariamente, se realizam em um tempo presente, a decisão de alocação de ativos se mostra fundamentalmente especulativa e se ampara por expectativas futuras de rendas. Por isso, a demanda por moeda como reserva de valor existe porque diante de um cenário em que a especulação não pode ser evitada, a moeda não é estéril. Ela tem atributos de uma política de garantias, pelo fato de que a posse da moeda serve de proteção contra as repercussões de contingências particulares indesejáveis. Assim

sendo, a moeda é demandada porque a sua posse ameniza a inquietude humana, e o prêmio que se exige para se separar da moeda é a medida do grau de inquietude[10].

O modelo de taxa própria de juros significa uma importante transição, a saber, da teoria da preferência pela liquidez para a teoria da composição da carteira e da precificação de ativos. Este último modelo, derivado da teoria da preferência pela liquidez, lançou as bases para a incorporação explícita de estrutura de dívidas e dos compromissos de pagamentos em moeda, realizada por Minsky (1975), que estendeu o modelo de taxa própria de juros de Keynes (1936) para o lado do passivo. Isto permitiu a consolidação de um marco teórico capaz de captar a gestão estratégica de balanço empenhada pelos agentes econômicos, uma vez que se passou a observar os direitos e as obrigações em conjunto (OLIVEIRA, 2009).

Minsky (1975) busca agregar à argumentação desenvolvida por Keynes no Capítulo 17 da *Teoria Geral*, ao chamar atenção para as estruturas passivas, caracteriza a economia por meio de ambientes cíclicos e especulativos, o que proporciona, em sua visão, a explicação para a existência de um *boom* especulativo de investimento e o motivo pelo qual esse movimento, ao preparar o cenário de uma crise, contém as sementes de sua própria destruição.

No capítulo 17 da *Teoria Geral*, Keynes distingue três atributos que diferentes tipos de ativos possuem em diferentes graus: alguns ativos apresentam um rendimento ou produção “q”; a maioria dos ativos, com exceção da moeda, sofre algum desgaste ou envolve custos de carregamento, “c” e; a capacidade de se dispor de um ativo e de realizá-lo com rapidez e com reduzida desvalorização oferece conveniência e segurança potencial - o chamado prêmio de liquidez, “l”.

Tendo em vista que “l” é um atributo não monetário e “q-c” é um fluxo monetário, esta é uma combinação de fluxos de renda que pode ser capitalizada a uma taxa comum para render o preço de demanda pelo rendimento “q” dos ativos. Entretanto, a proporção de “q” para o preço da demanda irá variar inversamente ao que se observa no rendimento implícito “l” do ativo. É preciso, na leitura de Minsky (1975), realizar um exame minucioso tanto da renda esperada da posse do ativo quanto da renda.

[10] São as flutuações no grau de confiança sobre a moeda que afetam não a quantidade entesourada, mas sim a quantidade do prêmio a oferecer para induzir as pessoas a não entesourarem. Assim, as mudanças no estado de preferência pela liquidez afetam a taxa de juros e o efeito sobre os preços será uma repercussão final de uma mudança na taxa de juros (MINSKY, 1975).

Segundo Keynes (1930), o capital instrumental produz um rendimento “q”; o estoque de bens líquidos sofre algum tipo de desgaste ou custo de carregamento “c”; e a moeda não produz rendimento e nem impõe custos de carregamento, mas é líquida, “l”. Ou seja, o preço de oferta da produção tende a ser mais elevado que os custos marginais de desembolso, devido à necessidade de acrescentar os custos de uso aos custos de desembolso.

Para Minsky (1975), a *quase renda*, “q”, é uma renda esperada independente da estrutura de passivo da unidade produtora, conceito de renda utilizado na determinação do valor de mercado dos ativos físicos subjacentes. Presume-se que, em um mercado de capital perfeito, em que a incerteza e a liquidez não afetam a avaliação dos ativos, “q-c” capitalizados equivaleriam ao valor de mercado das ações, “c” capitalizado equivaleria ao valor de mercado das dívidas e a soma dos dois seria invariante e igual ao valor capitalizado de “q”; ou seja, a estrutura de dívidas não afetaria o valor de uma empresa.

A decisão especulativa fundamental em economias monetárias de produção está relacionada à compreensão de quanto do fluxo de renda esperada pode ser utilizado no pagamento de juros e do principal sobre os passivos constituídos. As dívidas são emitidas para financiar ou pagar posições em ativos possuídos. Os passivos estabelecem compromissos de pagamentos monetários com prazo pré-definido. Cada unidade, quando assume compromissos, acaba por, naturalmente, atuando de forma especulativa. Em uma estrutura financeira diversificada, a unidade que adquire um passivo deve ter seus próprios passivos, e sua capacidade de cumprir suas obrigações depende do fluxo de rendas originadas dos ativos, ou seja, o passivo de outras unidades (MINSKY, 1975).

Uma decisão de alocação de riqueza é acima de tudo uma decisão sob incerteza. Os retornos “q” são os retornos esperados de uma decisão de investir. A proporção dos retornos comprometidos por passivos “c” e a proporção de ativos possuídos que trazem um retorno na forma de liquidez “l” se devem a decisões especulativas. O investimento, segundo a concepção de Minsky (1975), trata-se de alocação de recursos que aumenta os ativos que rendem “q”; a empresa que investe adquire ativos assumindo seus passivos – o que aumenta o “c” que ela está comprometida a pagar ou diminuindo seus ativos “l”. Uma decisão de investir é uma decisão de emitir passivos ou reduzir a liquidez: a moeda recebida em troca dos compromissos “c” é a moeda usada para pagar pelo investimento.

Assim, a especulação tem duas facetas: a aquisição de ativos – realizada com base nos rendimentos esperados - e o fato de se assumir compromissos a serem pagos

em moeda, incorporados nos passivos usados para financiar as aquisições. Se a especulação tiver êxito, os fluxos de renda serão mais do que suficientes para cumprir os compromissos de pagamentos devidos aos passivos, o que aumentará o valor da empresa proprietária; ou seja, a avaliação de mercado aumentará mais do que o custo do investimento (MINSKY, 1975).

Este marco teórico permite a compreensão da gestão estratégica de balanço das empresas e dos bancos em economias monetárias de produção. No caso específico dos bancos, suas elevadas obrigações de curto prazo impõem a necessidade de refinanciamento permanente, induzindo a estruturação de arranjos institucionais que assegurem a solvência destas instituições mediante o provimento de liquidez especialmente nos contextos de maior instabilidade, como o mercado interbancário e as operações realizadas pelo Banco Central. Assim, a gestão de passivos se mostra tão importante quanto à gestão de ativos para viabilizar o alcance dos resultados desejados por essas instituições, dado que os dispêndios dos atores econômicos são financiados a partir da emissão de débitos.

Minsky (1975) analisa o custo oriundo da emissão de dívidas, relativo ao financiamento das operações ativas dos agentes. Estes possuem balanços que contemplam não apenas um conjunto de ativos que rende “q”, sujeitos a diferentes intensidades a variações de preços que provocam perdas ou ganhos de capital “a”, mas também passivos - obrigações e cumprimentos contratuais - expressos em moeda que ensejam um fluxo monetário de pagamentos, representado por “c”, além de algum grau de liquidez, “l”. A taxa própria de juros de um ativo também depende do custo envolvido para financiá-lo.

Economias monetárias de produção configuram um sistema eminentemente especulativo, pautadas na expectativa de que as rendas esperadas de ativos de reduzido grau de liquidez sejam superiores aos custos associados às dívidas emitidas para adquiri-lo. Assim, é por meio da expectativa sobre rendas futuras, em um cenário de incerteza, que as decisões de gasto dos agentes se concretizam ou não, de modo que a atuação dos bancos, por meio da criação de moeda e a geração de recursos, se mostra decisiva.

1.2.5. O CIRCUITO *FINANCE FUNDING* E O PAPEL DOS BANCOS

Além das contribuições no sentido de se destacar a centralidade da moeda em economias monetárias de produção e os elementos condicionantes da demanda efetiva, Keynes promove a discussão sobre o circuito *finance funding* como um requisito fundamental para se evidenciar a forma com que as decisões de gasto podem ser efetivadas – por meio do seu financiamento - em um cenário em que a poupança *ex ante* não se mostra como condição necessária para tal.

O financiamento das decisões de gasto possui duas dimensões: em primeiro lugar, tem-se o financiamento realizado por meio do crédito de curto prazo concedido pelo sistema financeiro; em segundo lugar, tem-se a consolidação das dívidas de curto prazo na forma de mobilização de poupança financeira no segmento de longo prazo do sistema financeiro e do mercado de capitais. Por conseguinte, cabe à poupança — no sentido de uma renda acumulada, cujo poder de gasto foi diferido no tempo, e não de uma restrição ao consumo — o papel de recompor as estruturas passivas e ativas das empresas investidoras (MINSKY, 1985, *apud* CINTRA, 1995).

O conceito de poupança, no referencial teórico de inspiração keynesiana, representa uma categoria bem menos autônoma ou decisiva do que comumente é apontado no âmbito do *mainstream*: seu montante - ou a propensão a poupar - não é determinante ou limitante da quantidade do investimento. A renúncia a esta causalidade tradicional vem acompanhada, em alguns autores de inspiração keynesiana, por uma outra definição dos papéis de empresários, bancos e consumidores/poupadores no financiamento do investimento. A alternativa é o chamado circuito *finance funding*, formulado por Keynes.

Keynes (1987) observa que 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. Vez por outra, ele pode estar em posição de usar seus próprios recursos, ou de fazer imediatamente sua emissão de longo prazo. Mas isto não faz diferença quanto ao montante de "financiamento" que precisa ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas quanto ao canal através do qual o financiamento chega ao empresário e quanto à probabilidade de que alguma parte do mesmo possa resultar da liberação de

dinheiro por parte do próprio interessado ou do resto do público. Assim, é conveniente encarar o duplo processo - *finance* e *funding* - como o mais característico.

A existência de bancos emissores de moeda escritural permite que os investidores não tenham necessidade prévia de poupança. Os bancos financiam o investimento por meio de um fundo rotativo — o *finance*. O investimento é, então, financiado no mercado monetário. O sistema bancário, ao garantir a disponibilidade de crédito aos agentes, permite a expansão da demanda e, por consequência, garante a geração de emprego e renda.

A partir desta tipologia, o necessário para dar início ao processo de investimento é o adiantamento, por parte dos bancos, de recursos de curto prazo que viabilizem a decisão de investir. E esta capacidade de criação ativa de moeda bancária, tal como desenvolvido pelo próprio Keynes (1930), prescinde de poupança prévia, dependendo apenas da disposição do agente financeiro ficar menos líquido temporariamente – até que o poder de compra criado seja gasto, gerando renda e restaurando, posteriormente, a liquidez do sistema bancário como um todo.

Segundo Keynes (1987) o *finance* constitui, essencialmente, um fundo rotativo, sem a necessidade de emprego de poupança. Do ponto de vista agregado, pode ser compreendido apenas como uma transação contábil. À medida que os recursos são utilizados, a falta de liquidez é automaticamente compensada, e a disposição de iliquidez temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez. Em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos pelo investimento *ex ante* corrente é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento *ex post* corrente.

Desse modo, o *finance* constitui-se de linhas de crédito ou de recursos adiantados pelos bancos que permitem antecipar rendas futuras, com o propósito de financiar o investimento. Portanto, antecede o investimento e não tem nenhuma associação com a poupança. Os bancos criam moeda - e não poupança - não podendo, assim, ajustar a oferta à demanda por fundos, ou seja, equilibrar poupança e investimento (CINTRA, 1995).

Na concepção de Belluzzo e Almeida (1989), o aumento do investimento só pode ser realizado do ponto de vista macroeconômico pelo endividamento das unidades de gasto ou, em outros termos, pelo financiamento das posições dos agentes. Este investimento, ao gerar lucros, recompõe as condições de liquidez dos empréstimos, ou seja, a geração de lucros mantém as condições de renovação do fundo financeiro administrado pelos bancos e originalmente gerado pela emissão do crédito dos bancos

contra si mesmos e sob a demanda daqueles que vão realizar o gasto. Ou seja, o principio da demanda efetiva exige que uma determinada decisão de gasto seja validada pelo sistema bancário enquanto administrador da moeda e dos fundos financeiros da sociedade. Os bancos sancionam a aposta capitalista na aquisição de novos ativos e os lucros derivados deste investimento sancionam a aposta dos bancos (CINTRA, 1995).

Não se pode garantir de antemão que os agentes conseguirão automaticamente converter suas obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. Há um risco nesse processo, e as decisões de gasto se concretizam a partir de expectativas de rentabilidade, ou seja, o *finance* possui um componente especulativo. Em outras palavras, na questão da compatibilidade entre prazos e taxas, há sempre um risco que faz parte do cálculo especulativo intrínseco a qualquer decisão de investimento capitalista (CINTRA, 1995).

As empresas que acessam o *finance* para iniciar suas decisões de investimentos, a fim de liquidar posições de curto prazo, desejam alongar os seus compromissos, tendo em vista que o horizonte de maturação dos investimentos é muito maior do que os prazos dos empréstimos e, dentro desse período, ficarão expostas ao risco de variações nas taxas de juros se permanecerem obrigadas no *finance*[11].

Visando reduzir o grau desse risco, é necessária a mobilização de fundos de longo prazo para a consolidação financeira do investimento — criação de *funding*. A consolidação do investimento constitui-se, então, de lançamentos de dívida de longo prazo e/ou de direitos de propriedade no mercado financeiro e de capitais. Consequentemente, frações do capital utilizado no processo de consolidação do investimento provêm da canalização de poupança real, isto é, renda acumulada, cujo poder de compra foi postergado no tempo. Porém não basta a existência de um determinado volume de poupança. É preciso que essa poupança financeira seja efetivamente canalizada para atender às necessidades do *funding* (CINTRA, 1995).

Destarte, as possibilidades de consolidação das posições financeiras dependem da disposição dos agentes em conservar sua riqueza em instrumentos financeiros de longo prazo - títulos, ações, depósitos, etc. A discussão crucial não é sobre o montante, mas sim sobre a distribuição da poupança em formas mais ou menos líquidas, mais ou menos compatíveis com o horizonte temporal do projeto de investimento (BIANCARELLI E CONTI, 2015).

[11] "The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions." Keynes (1937) *apud* BIANCARELLI E CONTI (2015).

A análise do circuito *finance funding* se mostra fundamental para completar o principio da demanda efetiva, mostrando que o problema do emprego em economias monetárias de produção, derivado da insuficiência de demanda, necessita de um sistema que permita facilitar a realização das decisões de gasto dos agentes. Os bancos, ao proverem os recursos que darão inicio às decisões de consumir e de investir, se relevam como agentes fundamentais em economias monetárias de produção.

1.3. A CENTRALIDADE DE BANCOS EM ECONOMIAS MONETÁRIAS DE PRODUÇÃO

Na perspectiva de Keynes e na tradição de autores da teoria pós-keynesiana, bancos são vistos como entidades que, mais do que meras intermediárias passivas de recursos, são capazes de criar crédito independentemente da existência de depósitos prévios, por meio da criação ativa de moeda bancária. O comportamento dos bancos – como agentes que possuem expectativas e motivações próprias – tem um papel essencial na determinação das condições de financiamento de economias monetárias de produção, ao estabelecer o volume e as condições sob os quais o crédito é ofertado. Os bancos têm como principal objetivo, enquanto agentes capitalistas, a obtenção de lucro na forma monetária. Para tanto, estruturam a alocação de seus ativos orientados pela expectativa de maiores lucros, levando em conta sua preferência pela liquidez e suas avaliações sobre a riqueza financeira, em condições de incerteza que caracterizam economias monetárias de produção. Deste modo, os bancos enfrentam a escolha básica entre alocar recursos na forma de empréstimos ou preservar ativos com maior grau de liquidez (PAULA, 1998).

Uma abordagem que resulta da leitura de alguns autores de tradição pós-keynesiana, além de destacar o papel fundamental no estabelecimento das condições de financiamento da economia e na determinação do nível de atividade econômica, deve ser compatível com a visão de Keynes acerca da tomada de decisões dos agentes sob condições de incerteza não probabilística e sua teoria de preferência pela liquidez. Essa perspectiva sustenta que, em momentos de maior pessimismo ou incerteza nos negócios, os agentes podem preferir a flexibilidade e segurança dadas por ativos líquidos em vez de ativos de maior risco ou maturação mais longa, como precaução frente a um futuro incerto.

Os bancos, como quaisquer agentes que operam em economias sob condições de incerteza, têm preferência pela liquidez. Por isso, tais instituições alocam recursos na tentativa de conciliar rentabilidade e liquidez. De tal escolha depende, em boa medida, a criação de depósitos e, por conseguinte, a expansão da oferta de moeda (PAULA, 1998).

1.3.1. A DINÂMICA DO ATIVO: A CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES NA ANÁLISE DA DINAMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS

Os bancos são instituições capazes de criar crédito independentemente de depósitos prévios, uma vez que a flexibilidade de suas operações permite emprestar recursos sem ter disponibilidade em caixa: a moeda é criada pelos bancos na forma de obrigações que emitem contra si próprios. Keynes, no *Treatise on Money*, analisou as relações que se estabelecem entre a atuação dos bancos e o sistema bancário como um todo, e criticou a visão de que os bancos, sendo receptores passivos dos depósitos, não podem emprestar mais do que seus depositantes lhes incumbiram previamente (PAULA, 1998).

A visão de Keynes se contrapõe à visão convencional, segundo a qual os bancos são entidades passivas, se constituindo em meros intermediários de recursos entre agentes superavitários e deficitários. Nesta concepção, as instituições bancárias não criam novos depósitos, apenas os recebem de acordo com as preferências dos depositantes e, por isso, não podem ofertar crédito além da quantia de depósitos feitos pelos depositantes. Para Keynes, um banco cria, por um lado, depósitos por valores recebidos e, de outro, cancela depósitos em função dos direitos exercidos contra ele[12] (PAULA, 1998).

A criação de depósitos pelos bancos envolve duas dimensões: uma passiva, em que os depósitos são criados quando o público deposita seus recursos no banco e este abre um depósito contra o valor recebido, criando os chamados "depósitos primários", cujo volume independe em boa medida do comportamento do banco; e outra ativa, quando o banco cria "depósitos derivativos" a partir da expansão dos seus ativos, na

[12] Considerando o banco individualmente, uma parte do total de seus depósitos pode ser entendida como resultado do processo ativo de criação de depósitos por esse banco, uma vez que seus clientes poderiam efetuar pagamentos, a partir de depósitos derivativos criados a seu favor, para outros clientes desse banco; e outra parte seria o resultado do processo de criação ativa de depósitos de outros bancos que, para esse primeiro banco, seriam percebidos como depósitos primários (PAULA, 1998).

forma de investimento ou adiantamento, e torna disponíveis os recursos para os agentes para quem pagam ou adiantam recursos na forma de depósitos à vista. Assim, a criação de depósitos é resultante da maior ou menor agressividade da política dos bancos.

O problema dos bancos, no que se refere ao gerenciamento bancário no lado do ativo diz respeito à composição de seu portfólio de aplicações. Keynes, a partir de terminologia desenvolvida no *Treatise on Money,* divide as aplicações, de forma ampla, em três categorias; a) letras de câmbio e *call loans* (empréstimos de curtíssimo prazo no mercado monetário); b) investimentos (aplicações em títulos de terceiros, público ou privado); c) adiantamentos para clientes (empréstimos em geral).

Quanto à rentabilidade dos ativos, os adiantamentos são mais lucrativos do que os investimentos, e estes, por sua vez, mais lucrativos do que os títulos e *call loans*, embora esta ordem não seja invariável. Quanto à liquidez, as letras de câmbio e os *call loans* são mais líquidos do que os investimentos, pois são comercializáveis no curto prazo sem perdas significativas, enquanto os investimentos são em geral mais líquidos do que os empréstimos. Estes últimos incluem vários tipos de empréstimos diretos e são, em geral, as aplicações mais lucrativas, mas, em contrapartida, de maior risco e menor liquidez (PAULA, 1998).

Essa análise, quando compatibilizada com a teoria da decisão dos agentes sob condições de incerteza, permite definir as estratégias dos bancos com relação a sua carteira de aplicações considerando sua preferência pela liquidez. Os bancos, como qualquer outro agente, cuja atividade seja especulativa e demande algum grau de proteção e cuidado, têm preferência pela liquidez e alocam seus recursos buscando conciliar rentabilidade com sua escala de preferência pela liquidez.

Os bancos demandam aplicações mais líquidas, apesar de serem menos lucrativas, na composição de seu portfólio em função da incerteza sobre as condições que vigorarão no futuro, o que pode levar a um aumento de sua preferência pela liquidez, ocasionando um redirecionamento em sua estrutura de ativos. Paula (1998) conclui que tanto a moeda quanto outros ativos líquidos representam instrumentos de proteção diante da incerteza e de redução dos riscos intrínsecos à dinâmica dos bancos. A retenção de ativos líquidos permite aos bancos manter opções abertas, inclusive para especular no futuro. De forma geral, a lucratividade de um ativo tende a ser inversamente proporcional ao seu grau de liquidez: quanto menos líquido for um ativo, mais lucrativo ele deverá ser para compensar seu custo de conversão em moeda.

Portanto, o sistema bancário pode ser entendido como a pedra angular da gestão do gasto da riqueza capitalista em dois sentidos fundamentais: a) adianta recursos livres e líquidos para sancionar a aposta do empresário que resolveu investir e colocar seu estoque de capital em operação; b) os mercados de crédito estabelecem as condições que regem a taxa monetária de juros (BELLUZZO, 2015).

As decisões de investimentos são realizadas a partir de expectativas quanto a evolução de dois conjuntos de preços: de um lado, os preços de produção corrente *vis-à-vis* os dos ativos de capital – conceito expresso pela eficiência marginal do capital; de outro lado, as variações nos preços das dívidas emitidas para sustentar a posse dos ativos de capital. Nesse sentido, os níveis de emprego e renda da economia dependem das expectativas dos empresários sobre os fluxos de rendas esperadas das decisões de colocar a capacidade produtiva em operação, sendo que essas decisões estão subordinadas às expectativas dos agentes possuidores de riqueza líquida – no caso, o sistema bancário – de prover liquidez ao sistema por meio da incorporação de títulos de dívida a sua carteira de ativos (BELLUZZO, 2015).

1.3.2. A DINÂMICA DO PASSIVO: A CONTRIBUIÇÃO DE MINSKY NA ANÁLISE DA DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS

Minsky (1986) toma como ponto de partida de sua análise sobre o comportamento dos bancos e da centralidade desses agentes no sistema financeiro o fato de que enquanto até meados do século XX os bancos procuravam aumentar sua lucratividade por meio do gerenciamento da carteira de ativos – por exemplo, substituindo empréstimos por aplicações em títulos de dívida pública – após esse período eles passaram também a atuar dinamicamente na estruturação do seu passivo.

A administração do passivo envolve decisões relativas à participação dos diversos tipos de obrigações no total do passivo, inclusive a proporção do patrimônio líquido sobre o total do ativo. Os bancos passam a agir, do lado das obrigações, de forma dinâmica, adotando uma postura ativa por meio da emissão de obrigações, busca de novos depósitos ou por meio da administração de reservas, o que faz com que os fundos que financiam os seus ativos sejam fortemente condicionados pelo próprio comportamento do banco.

Por isso, mais do que receber passivamente os recursos de acordo com as escolhas realizadas pelo público, os bancos procuram interferir nessas escolhas das mais

diferenciadas formas, promovendo alterações em suas obrigações para que se possa aproveitar de possíveis oportunidades de lucro (PAULA, 1998).

Minsky (1978, 1986) mostra que as mudanças no perfil das obrigações bancárias podem ser obtidas por meio do manejo das taxas de juros dos depósitos a prazo e, ainda, de outras formas indiretas de estímulo a um redirecionamento no comportamento do público. Uma estratégia mais intensa dos bancos, na forma de expansão de ativos mais rentáveis, como operações de crédito, pode ser sustentada por uma política mais agressiva de captação de fundos, gerenciando suas obrigações de modo a privilegiar o aumento da participação de componentes do passivo que absorvam menos reservas ou, ainda, introduzindo novas maneiras de captar recursos do público em geral.

As técnicas de administração de passivo e a possibilidade de introdução de inovações financeiras - por exemplo, com a criação de novas obrigações financeiras sob a forma de *quase moedas* - podem conferir ao sistema bancário capacidade de contornar as restrições impostas pelas autoridades monetárias sobre a disponibilidade de reservas por força de uma política monetária restritiva, permitindo que os bancos se tornem mais sensíveis à demanda por crédito do público (MINSKY, 1986).

Mudanças na quantidade da moeda ocorrem por intermédio de interações entre as unidades econômicas que desejam realizar gastos e os bancos que podem ou não promover os recursos direcionados a esses gastos. A oferta de moeda torna-se, assim, interdependente da demanda por moeda – destaca-se aqui o caráter endógeno da moeda. As autoridades monetárias não têm um controle absoluto sobre a quantidade de moeda disponível na economia, influenciando indiretamente o volume de intermediação financeira, ao afetar as condições de custo e a disponibilidade de reservas dos bancos. Por meio da manipulação da taxa de juros e do nível de reservas bancárias[13], pode-se influir no volume e no preço do crédito bancário, e o resultado final sobre o volume de oferta de crédito resulta das respostas do sistema bancário às variações das taxas de rentabilidade de suas diferentes operações ativas.

Um dado volume de reservas pode ser sustentado por diferentes quantidades de obrigações, dependendo da composição e do grau de absorção de reservas. Como as reservas representam recursos sem remuneração aos bancos, no sentido de que se tratam de recursos que não são aplicados, e diferentes obrigações consomem reservas em

[13] A base de reservas, levando em conta as condições gerais de acesso à liquidez estabelecidas pelo banco central, que limitam ou expandem a capacidade de captação de recursos por parte dos bancos, pode se expandir endogenamente de modo a atender as demandas por empréstimos por parte do público, desde que seja rentável para as instituições bancárias.

diferentes proporções, o gerenciamento dos passivos por parte dos bancos buscará substituir as obrigações com alta absorção de reservas por aquelas que consomem menos reservas (MINSKY, 1986).

Logo, os bancos vão procurar criar novas formas de obrigações e pagar taxas mais altas nas obrigações existentes que economizem reservas, reduzindo o custo de oportunidade de manutenção de depósitos ociosos, representado pela taxa de juros de mercado. Desta forma, os bancos podem liberar recursos para serem direcionados para as oportunidades percebidas de lucro. A habilidade de criar substitutos para reservas e minimizar a absorção de reservas é uma propriedade essencial de um sistema bancário maximizador de lucros.

Para Minsky (1992), os empréstimos bancários representam a troca de "moeda-hoje" por contratos que representem "moeda-amanhã" e, por isso, a concessão de crédito depende, em boa medida, das expectativas do banco quanto à viabilidade dos empréstimos, ou seja, da capacidade do tomador auferir receitas futuras para cumprir seus compromissos financeiros.

Os bancos operam em economias monetárias de produção sob restrições semelhantes às de qualquer outro agente e sob incertezas sobre o futuro iguais ou maiores do que as que atingem o resto dos agentes, devido à natureza intrinsecamente especulativa de sua função de transformador de maturidades, ou seja, os bancos conseguem transformar passivos de curto prazo em ativos de longo prazo. De modo a minimizar tal incerteza, que se expressa na perda de valor de seus ativos, Paula (1998) mostra que os bancos realizam operações de crédito ancorados tanto em fontes primárias - rendimento líquido auferido por ativos - quanto em fontes secundárias de caixa - valor dos colaterais, empréstimos ou receitas com venda de ativos transacionáveis. Assim, como tais transações envolvem a possibilidade de rendimentos incertos no futuro, os bancos podem exigir algum colateral como garantia, ou seja, bens ou ativos do tomador que poderá tomar para si, caso o devedor não honre suas obrigações.

Minsky (1982,1986) trabalha com a construção de posições financeiras para agentes não financeiros como forma de compreender a estruturação de ativos e passivos de cada unidade econômica. Essa discussão pode ser estendida para os bancos, à medida que são essas instituições que financiam as decisões de gasto dos agentes. O autor distingue três posturas financeiras para os agentes na economia por meio da conexão entre a estruturação do passivo e dos fluxos de recursos provenientes da posse de ativos

ao longo do tempo; a) *hedge*: é uma postura financeira que indica que o fluxo de renda esperada período é superior às obrigações estruturadas em um determinado período, b) *especulativa*: uma unidade torna-se especulativa quando, por alguns períodos, seus compromissos financeiros de curto prazo são maiores do que as receitas esperadas, o que a leva a recorrer ao refinanciamento para superar os momentos de déficit, mas sem que haja um aumento da dívida, para que, nos períodos seguintes, a unidade consiga um excesso de receita que compense as situações iniciais de déficits; c) *Ponzi*: essa é a unidade em que, no futuro imediato, os seus recursos líquidos não são suficientes nem mesmo para o pagamento dos juros devidos, tornando necessário tomar recursos adicionais emprestados para que a unidade possa cumprir seus compromissos financeiros, aumentando o valor de sua dívida.

Portanto, quando predomina um maior grau de conservadorismo, em termos da margem de segurança na administração do ativo bancário, os bancos dão ênfase ao fluxo de renda esperada como principal critério na concessão do crédito e os empréstimos são estruturados de modo que os fluxos de renda antecipados preencham os compromissos financeiros, caracterizando uma postura de financiamento *hedge*, tanto para o tomador quanto para o emprestador. Concomitantemente, os bancos procuram aumentar a participação de ativos com menor grau de risco sobre o total de aplicações, visando diminuir assim o risco de crédito. (MINSKY, 1982; 1986).

Todavia, quando as expectativas se tornam menos conservadoras, os bancos reduzem, em termos relativos, os critérios para concessão de crédito, que passam a ser baseados no valor dos ativos em garantia. Ou seja, aumenta-se a participação de formas menos líquidas de ativos e com retornos de longo prazo, abrindo espaço para a rentabilidade como principal critério a ser atendido na composição dos ativos, passando os bancos a adotar uma postura de financiamento especulativo. Neste caso, o refinanciamento de posições inclui ativos que proporcionam retornos a longo prazo na forma de dívidas de curto prazo, ou seja, uma unidade *especulativa* financia suas posições de longo prazo com recursos de curto prazo[14].

De forma geral, um período de prosperidade da economia leva a uma maior redução da preferência pela liquidez dos bancos, bem como uma consequente redução na aversão ao risco. Deste modo, os bancos flexibilizam os seus critérios na concessão

[14] A viabilidade de uma estrutura financeira especulativa depende tanto dos fluxos de lucro (no caso dos bancos dos rendimentos líquidos sobre os seus ativos) para pagar os juros sobre dividas quanto do funcionamento do mercado financeiro em que tais dívidas possam ser negociadas.

de fundos, aceitando uma relação de fluxo de caixa especulativo e concedendo empréstimos baseados quase exclusivamente no valor dos colaterais, se engajando em um financiamento *Ponzi*[15], um caso extremo de especulação. Neste caso, ao mesmo tempo em que o banco diminui as exigências pelos quais concedem empréstimos, aumenta a participação das operações de crédito no total do ativo.

Assim, a demanda por maiores lucros por parte dos bancos, ou uma alteração nas condições do mercado financeiro, induz ao financiamento *especulativo* ou mesmo *Ponzi*. A fragilidade ou robustez global da estrutura financeira, do qual a estabilidade cíclica da economia depende, emerge da natureza dos empréstimos feitos pelos bancos e também das próprias condições do mercado.

No primeiro caso, os bancos, por si próprios, podem realizar operações de crédito e analisar os projetos associados à concessão de forma mais conservadora – esperando que as rendas dos tomadores sejam suficientes para cobrir os seus compromissos – ou de forma mais arrojada - estruturando os empréstimos com grau de risco maior visando uma maior rentabilidade. Já no segundo caso, é importante observar que mesmo que os bancos estruturem as operações de crédito com base nos fluxos de renda esperada por parte dos tomadores, esse cenário não necessariamente pode vir a se concretizar. Ou seja, ainda que no momento da concessão do crédito os bancos aprovem uma operação com uma estrutura financeira de fluxos e obrigações robusta e de risco reduzido, a superveniência de condições desfavoráveis de demanda ou de reversão de expectativas pode obrigar os bancos a reestruturar fluxos e obrigações com base no valor dos ativos e das garantias associadas aos empréstimos, o que, naturalmente, tende a ser mais frágil.

Minsky (1982; 1986) demonstra dessa forma o caráter inerentemente instável da economia capitalista. Ao mesmo tempo em que os bancos são agentes fundamentais para promover o financiamento da demanda, o comportamento dos bancos pode induzir ou amplificar uma instabilidade financeira, em função do descasamento entre fluxos esperados de renda por parte dos tomadores de recursos e dos compromissos associados às operações de crédito, seja em função de uma postura mais especulativa por parte dos bancos, seja por conta da própria natureza da economia capitalista no que concerne à reversão de expectativas dos agentes em um cenário de incerteza permanente.

[15] Os empréstimos *Ponzi* podem, ainda, serem impostos a um banco porque a renda auferida por ele pode cair abaixo de suas expectativas ou as taxas de juros aumentam na rolagem especulativa do financiamento além dos níveis antecipados tanto pelo tomador quanto pelo emprestador.

1.3.3. A DINÂMICA PATRIMONIAL DE BANCOS EM ECONOMIAS MONETÁRIAS DE PRODUÇÃO

Em contextos de alta incerteza ou de elevação da taxa de juros, os agentes econômicos tendem a aumentar o grau de preferência pela liquidez – motivos precaução e especulação de demanda por moeda, respectivamente. E isso porque a moeda se mostra capaz de transportar a riqueza ao longo do tempo histórico, oferecendo não apenas segurança ao seu detentor, mas também a capacidade de reação frente a oportunidades lucrativas de negócios. Essa flexibilidade propiciada pela liquidez constitui condição fundamental para as decisões de aplicações de recursos por parte dos bancos, visto que quanto maior for a percepção de incerteza, maior a busca por aplicações em ativos com maior liquidez relativa ante o grau de rentabilidade.

Em ambientes de alta instabilidade macroeconômica, por exemplo, a opção por uma carteira de ativos com grau mais elevado de liquidez propicia a possibilidade de ajustes patrimoniais quase instantâneos, necessários tanto para proteger a riqueza, em termos monetários, como para dilatar o leque de oportunidades para ampliá-la, haja vista que a estruturação de posições com alto grau de liquidez aumenta a capacidade de reação dos bancos às oportunidades de ganhos proporcionadas pelas oscilações abruptas e repentinas das taxas de juros, de câmbio ou inflação (OLIVEIRA, 2009).

A maior flexibilidade não necessariamente significa a assunção de uma postura defensiva por parte dos agentes econômicos, dado que passível de estar relacionada a movimentos especulativos relativamente às variações esperadas da taxa de juros, bem como a oportunidades imprevistas de ganhos com os diversos ativos disponíveis no mercado em dado momento, a partir da possibilidade de troca de posições quase instantâneas entre os mais diferentes ativos.

Para Minsky (1975), em economias monetárias de produção, a moeda está intimamente relacionada com o processo de aquisição e controle dos mais diferentes tipos de ativos disponíveis para investimento. A moeda é um tipo de ativo que aumenta de acordo com a atividade financeira do sistema bancário, juntamente com a maior ou menor demanda em relação aos demais ativos da economia, adquiridos por meio do financiamento realizado pelos bancos.

A moeda é criada a partir da disponibilização de recursos para o financiamento das decisões de gasto dos agentes. O aumento na oferta de moeda, por meio de operações de crédito, transforma o desejo por investimento ou aquisição de ativos em

uma demanda efetiva; a criação de moeda é parte do mecanismo por meio do qual se permite alocar recursos na produção de bens de investimento.

Após a criação de moeda por parte dos bancos, os agentes tomadores de recursos assumem um compromisso de pagar, no futuro, os empréstimos recebidos. A capacidade dos tomadores de cumprir o compromisso reside, em última instância, sobre a efetivação dos fluxos de renda decorrentes das decisões de investimento e produção realizadas a partir dos recursos obtidos por meio do financiamento dos bancos. O funcionamento de economias monetárias de produção depende de um sistema financeiro organizado capaz de viabilizar o financiamento de decisões de gastos que geram rendas futuras que são novamente utilizadas em novas decisões de consumo ou de investimento e que retornam ao sistema bancário para um novo ciclo (MINSKY, 1975).

Os bancos realizam operações de crédito gerando, ao mesmo tempo, um compromisso de pagamento futuro por parte dos tomadores de recursos, sob a expectativa de que, ao longo do período contratual, os tomadores irão honrar os compromissos realizados. A renda para o pagamento das operações de crédito pode ser proveniente dos resultados obtidos com a decisão de gasto realizada ou ainda por meio da obtenção de novo financiamento em outra instituição financeira. Ou seja, essa flexibilidade do sistema bancário permite que os compromissos entre bancos e agentes tomadores de recursos sejam realizados mesmo diante da incerteza do recebimento de fluxos de renda futuro.

Para viabilizar a operação de crédito, os bancos aceitam instrumentos de garantia ou colaterais na hipótese dos tomadores de recursos não conseguirem honrar com os compromissos pré-estabelecidos. A existência de garantias associadas aos empréstimos possibilita que as dívidas possam ser negociadas e comercializadas com outros bancos. (MINSKY, 1986).

Os bancos não são administradores passivos de recursos a serem emprestados; os bancos atuam de forma ativa, criando moeda e, ao mesmo tempo, estruturando obrigações decorrentes das operações de crédito. Por conseguinte, os bancos promovem a expansão de seus balanços com base em obrigações emitidas contra si mesmos e uma das formas de geração de lucro deriva do diferencial de taxas de juros entre as operações de crédito realizadas e as obrigações estruturadas em seu passivo.

Minsky trabalhou com a ideia de que os bancos possuem três tipos de obrigações: depósitos à vista, dívidas de prazo definido e ações. Por outro lado, os ativos dos bancos são caracterizados da seguinte forma: operações de crédito, títulos

públicos ou títulos privados – obrigações emitidas por outras instituições financeiras ou por empresas (MINSKY, 1986).

As operações de crédito realizadas pelos bancos representam uma entrada de recursos em outras instituições financeiras. Em função da dinâmica do sistema financeiro, no banco recebedor, os pagamentos são creditados na conta de um depositário. Esses pagamentos provêm da conta de algum cliente do banco pagador e são creditados na conta particular do banco recebedor.

Assim, os pagamentos que os bancos fazem aos clientes se tornam depósitos em algum outro banco. Os depósitos à vista têm valor de troca porque inúmeros devedores bancários têm dívidas em aberto que requerem o pagamento em depósitos à vista nos bancos, além de ser aceitos como dinheiro em operações em geral. Esses devedores trabalharão e venderão produtos ou instrumentos financeiros para obterem depósitos à vista. O valor dos depósitos é determinado pela demanda dos devedores em comparação com os depósitos necessários para honrar seus compromissos.

Os empréstimos bancários são, na realidade, uma troca de dívidas lançadas em um registro bancário hoje por créditos e um registro bancário posterior. Os depósitos à vista e a prazo são recursos que os bancos devem a outros bancos. Os bancos ganham dinheiro recebendo mais em ativos do que pagam pelos seus passivos. Os ativos que trazem mais rentabilidade aos bancos são, em teoria, as operações de crédito.

Minsky (1986) descreve três elementos que compõem o empréstimo bancário: os tomadores de empréstimos, a própria estruturação dos empréstimos e a supervisão dos demandantes. Os bancos, na busca por lucros, precisam estruturar os empréstimos de modo que os tomadores possam cumprir com suas obrigações contratuais. Antes da realização dos empréstimos, o banco deve ter uma visão clara de como o tomador irá operar na economia para conseguir obter as rendas esperadas para honrar os compromissos.

Os devedores, na visão de Minsky, possuem três fontes de recursos para cumprir seus compromissos de pagamento: fluxos de renda derivados da atividade econômica em específico, refinanciamento ou postergação das dívidas e venda de ativos. Um empréstimo bancário bem estruturado deve ser favorável ao tomador e à instituição financeira; isto significa que os recursos de um empréstimo serão utilizados para trazer um retorno esperado que possa ser suficiente para cumprir os compromissos do contrato. As operações de crédito que promovem recursos de tal forma que o tomador,

em um segundo momento, possa gera fluxos de renda que sejam suficientes para honrar os compromissos estabelecidos se constituem como um exemplo de postura *hedge*.

A emissão de novas dívidas é uma outra fonte adicional de recursos utilizada pelos agentes tomadores para honrar compromissos. Quando o fluxo de renda esperado é insuficiente para o pagamento de dívidas a vencer no curto prazo, pode-se optar pela obtenção de novos recursos para fazer frente ao fluxo atual de obrigações, com a expectativa de que, em um segundo momento, os fluxos adicionais de rendas esperadas permitam honrar os compromissos anteriores e os novos compromissos oriundos do refinanciamento realizado. Nesse cenário de refinanciamento e de aumento das obrigações, tem-se uma característica de uma postura *especulativa*.

A venda ou a hipoteca de bens é uma terceira fonte de recursos para o cumprimento de obrigações contratuais. Empréstimos baseados no valor de bens hipotecados são diferentes daqueles estabelecidos de acordo com o valor dos fluxos de renda esperados a partir de operações com ganhos de receitas ante os fluxos de obrigações existentes. A viabilidade de empréstimos efetuados com base em garantias depende do valor de mercado esperado dos bens em questão. Nos casos em que a receita oriunda da alienação de ativos não é insuficiente para o pagamento dos juros sobre o empréstimo, tem-se a característica de uma postura *Ponzi*.

Portanto, uma estrutura financeira pode ser mais robusta ou frágil a partir da interação entre as operações de crédito concedidas pelos bancos e a capacidade pela qual os tomadores conseguem compatibilizar os fluxos de renda esperadas e as obrigações decorrentes dos empréstimos bancários. A fragilidade pode ser entendida seja pela maior propensão ao risco dos bancos no momento da realização das operações de crédito, seja pela forma com que as obrigações estão estruturadas, quanto em função da alteração das condições iniciais em que se deram os empréstimos, fazendo com que os compromissos sejam honrados por meio de refinanciamentos ou da alienação de ativos.

O comportamento dos bancos compreendido por meio da análise da estruturação dos balanços permite captar a gestão estratégica que envolve a estruturação de ativos e passivos realizada pelos bancos. Logo, afirma-se que os bancos administram simultaneamente os dois lados de seus balanços, de forma interdependente. Isto porque, conforme destacou Minsky (1975), uma decisão de aplicação de recursos envolve dois movimentos inter-relacionados, a saber: de um lado, envolve a decisão de quais ativos serão adquiridos; e, de outro, a decisão de como esta posição será financiada, ou seja,

quais serão os compromissos estabelecidos. Tem-se, então, a configuração de uma estrutura financeira interconectada, envolvendo uma enorme variedade de fluxos de recebimentos e pagamentos denominados em moeda (OLIVEIRA, 2009).

Enquanto a administração do ativo corresponde à alocação de recursos entre diferentes alternativas de investimentos, a administração do passivo diz respeito à captação de recursos a partir de fontes alternativas disponíveis. A estrutura das operações ativas, entre aplicações mais e menos líquidas, bem como das operações passivas, entre obrigações mais ou menos custosas e mais ou menos curtas, irá depender do grau de preferência pela liquidez dos bancos em dado momento, que, por seu turno, irá determinar a gestão estratégica de balanço destas instituições. Nesse sentido, se a criação de moeda permite, por um lado, a expansão das operações ativas, também leva à expansão dos passivos, na forma de criação de depósitos e, a depender da situação, a necessidade de busca de reservas bancárias adicionais.

Para além de uma abordagem estritamente contábil, a composição do balanço dos bancos expressa sua escala de preferência por liquidez em dado momento, circunscrita a um contexto em que previsões baseadas em cálculos de probabilidades não são suficientes para garantir que o cenário esperado seja aquele efetivamente verificado, ante a possibilidade de reversões súbitas do estado geral de expectativas. As aplicações realizadas pelos bancos[16], bem como a estruturação de obrigações, refletem a percepção destas instituições sobre o cenário prospectivo de unidades particulares e da economia como um todo, formada a partir de suas visões presentes e passadas (MINSKY, 1975).

A oferta de crédito não será determinada passivamente pela existência de demanda por empréstimos por parte de tomadores de recursos. A demanda por crédito será apenas satisfeita se o banco assim desejar, caso suas expectativas sobre a capacidade de pagamento futuro do empréstimo pelo tomador e à manutenção do valor do colateral forem otimistas, bem como se a natureza de suas obrigações emitidas assim permitir (CARVALHO, 1999).

[16] De acordo com Freitas (1997), os bancos, como todos os outros agentes, possuem preferência pela liquidez e expectativas quanto ao futuro, que norteiam as estratégias que traçam em sua busca incessante de valorização. Ou seja, eles administram ativamente os dois lados do balanço e utilizam igualmente de expedientes, como as transações fora do balanço. Como o desejo dos bancos em se manterem líquidos depende de suas considerações otimistas ou pessimistas sobre o estado dos negócios ao longo do ciclo econômico, é possível que, em certas circunstâncias, eles decidam racionar o crédito, refreando o crescimento econômico ou mesmo conduzindo à regressão da produção e dos investimentos.

É possível estabelecer um vínculo entre retorno e grau de liquidez no que tange às três categorias de ativos mencionadas, a saber: a) títulos de curtíssimo prazo; b) títulos de médio e longo prazos; e c) operações de crédito. Os primeiros apresentam alto prêmio de liquidez, mas em detrimento do retorno monetário. Os segundos, por sua vez, apresentam um grau de liquidez inferior aos títulos de curtíssimo prazo, mas em contrapartida oferecem um rendimento mais elevado. Finalmente, os empréstimos são mais lucrativos do que os dois anteriores, mas apresentam um grau de liquidez relativamente menor.

Para subverter o baixo grau de liquidez dos empréstimos a clientes, os bancos podem securitizar suas carteiras de empréstimos, movimento este que consiste em alienar parte das operações de crédito a receber, por meio da transformação desses valores em títulos negociáveis no mercado. Além de as carteiras de crédito dos bancos serem transformadas em valores mobiliários negociáveis, elas são retiradas de seus respectivos balanços patrimoniais, transformadas em ativos líquidos.

Com a securitização de sua carteira de empréstimos, o banco transfere os riscos para terceiros e viabiliza a retirada dessas operações de seu balanço. Os bancos reúnem uma determinada quantidade de novos empréstimos e constitui um fundo, que passa a ser gerenciado por um agente fiduciário. Os títulos emitidos pelo fundo, que têm como lastro a carteira de empréstimos do banco, são repassados para um subscritor, que viabiliza a oferta para o público interessado. Os tomadores do empréstimo pagam normalmente os encargos para o banco. Este, por seu turno, repassa o fluxo de rendas para o agente fiduciário, que depois de deduzir os recursos referentes às suas próprias despesas, bem como as do banco, o transfere para os cotistas do fundo.

A securitização das carteiras de crédito permitiu aos bancos de diversos países reorganizarem suas operações ante as regras impostas pelo Acordo de Basiléia de 1988, viabilizando o processo de “arbitragem regulatória”. Comparando a ponderação estabelecida pelo acordo com a determinada por seus controles internos de risco, securitizaram as carteiras menos arriscadas e se posicionam em direção às operações mais arriscadas registradas em balanço, pois como o acordo impunha sobre os empréstimos corporativos, indistintamente, uma ponderação máxima de risco e, portanto, de necessidade de capital próprio, os bancos aumentaram sua predisposição por risco, condição que potenciou a utilização de uma outra inovação do período, os derivativos de crédito (GUTTMANN, 2006).

A aplicação em títulos públicos ou privados de médio e longo prazo, equivalente ao que Keynes (1930) chamou de investimentos, constitui uma alternativa mais líquida do que a realização de empréstimos. Por outro lado, embora tenham, geralmente, um alto grau de liquidez, estes ativos são sujeitos a perdas de capital, decorrentes das variações de seus preços de mercado, caso se decida resgatá-los antes do prazo de vencimento. Para que sejam atrativos para os bancos, estes títulos de dívida normalmente possuem uma rentabilidade maior do que os de menor maturação, especialmente os relacionados à negociação no mercado interbancário, posto que possuem prazos mais alongados - maior risco (OLIVEIRA, 2009).

Os bancos tendem a privilegiar, assim, as operações com títulos de curtíssimo prazo – em regra, títulos públicos. Em função da existência de um mercado desenvolvido para a negociação desses papéis, do reduzido prazo de vencimento do título e da possibilidade de compromisso de recompra pela contraparte envolvida a um preço previamente estipulado, minimiza-se o risco de perda de capital para os bancos. Com efeito, tais ativos se mostram capazes de acomodar a demanda por moeda pelo motivo segurança ou precaução, conforme já advertido por Minsky (1975).

Bancos podem ser especuladores, assim como qualquer outro agente em economias monetárias de produção. De fato, como seus passivos são depósitos de prazo mais curto e seus ativos tendem a ser de prazo relativamente maior, são sempre especuladores. Especulam também por sua capacidade de refinanciar suas posições em ativos enquanto ocorrem retiradas de depósitos. Da maneira como são feitas, as operações bancárias não existiriam sem um mercado de empréstimos e títulos bem desenvolvidos entre os bancos. Ademais, bancos também especulam na composição de seus ativos. Podem vender posições em títulos negociáveis para financiar novos empréstimos durante um *boom*. Contudo, mesmo quando os bancos vendem títulos, estes devem permanecer dentro do sistema econômico, já que entraram em algum portfólio não bancário, como um substituto para a moeda. Para que essa substituição ocorra, esta deve ser atraente por apresentar taxas de juros mais elevadas. Durante os *booms*, os bancos retomam a capacidade de emprestar para famílias, empresários portadores de moeda e intermediários financeiros não bancários.

Esses atores podem elevar a razão entre os passivos bancários e as reservas bancárias, variando a eficiência com que as reservas são utilizadas por meio de transações interbancárias em reservas. Assim, a quantidade efetiva de moeda é determinada endogenamente. Além disso, as empresas podem vender suas dívidas no

mercado aberto, o que absorve e ativa os saldos de caixa de curto prazo de outras unidades.

O caráter inerentemente especulativo do sistema financeiro pode ser compreendido da seguinte forma: a) os proprietários de ativos especulam por meio dos seus investimentos que foram originados por dívidas; b) os bancos e outras instituições financeiras especulam com investimento tendo por base a combinação de ativos que possuem e a forma com que o passivo e as obrigações decorrentes dos empréstimos foram estruturadas; c) as empresas e as famílias especulam a partir dos ativos financeiros que possuem e sobre como financiam sua posição nesses ativos – fluxo esperado de rendas, refinanciamento ou alienação de ativos

A abordagem da preferência pela liquidez permite observar, então, a lógica do papel da moeda a partir da demanda e, posteriormente, também no âmbito de sua oferta. São as escolhas de aplicações realizadas pelos bancos que contribuem para a determinação da quantidade de moeda e são fundamentais para a determinação do crédito na esfera da circulação. O estado geral de expectativas prevalecente constitui variável central no âmbito da composição de balanço dos bancos, pois determina a percepção de risco assumida por estas instituições e, ao cabo, suas margens de segurança.

1.3.4. BANCOS E CÍCLOS DE ESTABILIDADE E INSTABILIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO

Em contextos de otimismo e de inexistência de outras classes de ativos de menor risco que permitam o alcance da rentabilidade esperada, bancos tendem a aumentar suas posições em ativos cujo retorno monetário seja elevado e cujo prêmio de liquidez seja baixo, como operações de crédito. Os bancos estarão mais propensos a alongar os prazos e aumentar a razão entre ativos com baixo grau de liquidez e ativos relativamente mais líquidos, a despeito de incorrem em maiores riscos de juros, liquidez e crédito.

Na fase de expansão dos negócios, os bancos tendem a reduzir suas margens de segurança. Conforme assinala Kregel (1997), os bancos geralmente não percebem que suas margens de segurança estão sendo reduzidas, pois a própria expansão dos negócios tende a aumentar a convicção dos bancos de que os potenciais tomadores apresentam boas condições de repagamento. Por outro lado, o aumento da demanda por financiamento responde às expectativas otimistas dos tomadores em relação à taxa

esperada de retorno dos projetos de investimento, condição que inclusive os induz a subestimar eventuais erros de previsão (OLIVEIRA, 2009).

Durante um *boom*, a demanda especulativa por moeda diminui e as aplicações se tornam compostas de posições financiadas por dívida. Os proprietários de ativos comprometem parcelas maiores dos fluxos de renda esperados de suas operações. Os bancos, por sua vez, aumentam suas operações de crédito e, por meio da gestão de passivo, aumentam sua escala de operações.

Os bancos, gradativamente, vão assumindo posturas financeiras cada vez mais arrojadas, contribuindo para a conformação de estruturas financeiras com grau de risco relativamente mais elevado. As unidades operacionais e financeiras com estruturas estáveis de passivo passam a obter compromissos em valor superior às rendas esperadas.

Como forma de cumprir esses compromissos, essas unidades terão que se refinanciar ou alienar ativos. O processo de venda de ativos para cumprir compromissos de pagamentos monetários é chamado de tomada de posição. Para que esta postura operacional arrojada do lado do ativo seja viabilizada, os bancos terão de administrar dinamicamente as suas obrigações, seja para cumprir as exigências regulatórias, seja para viabilizar a implementação de estratégias no sentido de incorrer em maior grau de rentabilidade, ainda que por meio do aumento do risco de suas operações.

O próprio desenrolar do ciclo expansivo, ante o contexto de confiança prevalecente, tende a favorecer a estratégia dos bancos de aumentar o prazo de suas obrigações. Isto porque a redução das margens de segurança do público em geral, e não apenas dos bancos, concorre no sentido de viabilizar a absorção de títulos de dívida de maior prazo pelo mercado.

Embora a compatibilização de prazos entre ativos e passivos reduza o risco de *default* dessas instituições no ciclo expansivo, pode não garantir a solvência financeira do sistema quando da reversão do estado geral de expectativas. Isto porque a tendência à liquidação de ativos, de um lado, eleva o valor real das dívidas dos mutuários e, de outro, desvaloriza os colaterais dados em garantia em função da queda dos preços dos ativos. Por isso a necessidade de regulação[17] e, não raro, de intervenção estatal no sistema financeiro.

[17] Nos períodos de dinamização do ritmo de acumulação, os bancos tendem a aumentar a relação entre capitais de terceiros e capital próprio, ou seja, a elevar seus níveis de alavancagem – usam mais recursos do público para comprar ativos, o que tende a elevar a rentabilidade destas instituições. Nestes contextos,

Dessa forma, fica evidente que as fases de otimismo não duram indefinidamente, posto que ensejam a assunção de posturas financeiras frágeis. O aumento do grau de endividamento dos agentes e a redução das margens de segurança tendem a resultar em sobreinvestimento e concentração de riscos.

O estado de confiança favorável sobre as expectativas, que estimulava o comportamento dos bancos em direção aos ativos menos líquidos, reverte-se de modo a orientar às aplicações com maior grau de liquidez. Os bancos passam a apresentar maior propensão a retenção de ativos que privilegiem o prêmio de liquidez em comparação com o rendimento esperado, como títulos públicos ou privados de curto prazo, que fornecem maior segurança e possuem um custo de carregamento desprezível. O objetivo não só dos bancos, mas de todos os agentes consiste em "limpar" seus balanços[18] (OLIVEIRA, 2009).

Nas fases de pessimismo e retração dos negócios, os bancos se esforçam para aumentar a proporção entre ativos com maior e menor grau de liquidez, mediante substituição das operações ativas de longo prazo por aquelas de curto prazo, ante o aumento da percepção de risco dos bancos. Considerando a estrutura do balanço patrimonial, os bancos tendem a privilegiar o ativo circulante ao invés do ativo não circulante. E, no âmbito das aplicações de curto prazo, buscam mudar sua composição em direção às operações com títulos e valores mobiliários, bem como às relações interfinanceiras, em detrimento das operações de crédito e arrendamento mercantil.

O aumento da preferência pela liquidez dos bancos, ao implicar iniciativas que busquem alterar a proporção entre ativos com menor grau e ativos com maior grau de liquidez, reduz a disponibilidade de crédito do sistema financeiro, em uma postura praticada no sentido de reduzir o risco de crédito de suas carteiras de empréstimos.

A reorientação da estratégia dos bancos em direção a ativos com maior grau de liquidez afeta as decisões de gastos dos agentes, reduzindo o fluxo de renda esperada das empresas que investiram mediante a contratação de empréstimos bancários. Ao inviabilizar o refinanciamento dos débitos contraídos pelos demandantes de moeda na forma de operações de crédito, isso pode ensejar os devedores a liquidarem seus ativos,

---

as restrições impostas pelo Banco Central com vista a garantir um crescimento sustentável e financeiramente sólido podem se mostrar insuficientes.

[18] Segundo Kregel (1997), os agentes que antes eram hedge podem se tornar especulativo ou até mesmo Ponzi, ante a prevalência de diferentes margens de segurança assumidas pelos tomadores de recursos. O aumento do grau de fragilização financeira que se processa ao longo dos ciclos de expansão dos negócios e de otimismo se trata, pois, de um fenômeno que decorre da própria lógica de operação da economia (KREGEL, 1997).

no intento de viabilizarem o pagamento de suas dívidas, induzindo um processo deflacionário que torna suas obrigações impagáveis e reduz o valor dos colaterais tomados em garantia pelos bancos. Ou seja, as posturas financeiras dos próprios bancos são fragilizadas pelas iniciativas tomadas por eles mesmos (MINSKY, 1986).

Segundo a descrição de Fisher, o processo de deflação de dívidas, que acompanha uma crise, surge a partir de duas situações. Em uma delas, o preço de demanda de ativos derivados da capitalização do mercado das *quase rendas* é maior do que o preço de oferta, mas o risco do tomador é tão grande que o investimento é menor do que o que os fundos internos podem financiar. Na outra hipótese, o preço de demanda de ativos está abaixo do preço de oferta; nesse caso, o investimento tenderá a zero, sendo que todos os fundos gerados internamente são utilizados para pagar a dívidas[19].

O efeito combinado das propriedades estabilizadoras de curto prazo dos gastos do consumo, das propriedades estabilizadoras dos esquemas de tributação e gastos do governo, da influência dos ativos monetários que não são dívida de nenhuma unidade e da ação do Banco Central enquanto emprestador de última instância deterá a deflação de dívidas e a consequente queda da renda. Entretanto, como tem ao mesmo tempo um efeito imediato e um efeito mais lento sobre o investimento e as desejadas posições de dívida, o processo de deflação de dívidas levará a um período de desemprego persistente.

Um processo de deflação de dívidas será acompanhado por renda relativamente baixa, alto desemprego, recessão estagnante de profundidade e duração incertas. Conforme desaparecem as repercussões subjetivas desse processo, por meio do desinvestimento e da reestruturação das posições financeiras durante a fase de estagnação, começa uma recuperação e expansão.

No tocante ao passivo dos bancos, nos períodos de retração dos negócios esses agentes buscam aumentar a participação de seus recursos próprios, de modo a diminuir o grau de alavancagem e disputar recursos no mercado, como forma de cumprir o fluxo

[19] Um objetivo importante de empresas, bancos e intermediadores financeiros nessa situação é limpar seu balanço patrimonial. Muitas vezes, as empresas refinanciam suas dívidas de curto prazo a partir da emissão de dívida de longo prazo para substituir a dívida vincenda. Isso contribui para que haja uma redução nos compromissos de fluxo monetário de curto prazo da estrutura do passivo. Esse tipo de refinanciamento pode tender a sustentar e até a aumentar as taxas de juros de longo prazo, mesmo quando as taxas de juros de curto prazo estão caindo: os bancos podem ter capacidade de emprestar e os tomadores, assim como os bancos, talvez não queiram utilizar essa possibilidade.

de obrigações atinente aos passivos emitidos no passado e viabilizar a reestruturação dos débitos, respectivamente. Faz-se importante reparar que tanto na gestão das operações do ativo e do passivo, os bancos contribuem com o agravamento das condições de iliquidez do sistema.

Em economias monetárias de produção, a estrutura do passivo de organizações produtivas e financeiras é o aspecto menos ligado às propriedades psicológicas fundamentais. O financiamento se baseia no pressuposto de que a situação vigente continuará indefinidamente. Mas, na verdade, nem os ciclos de expansão e de estagnação continuarão indefinidamente. Cada situação alimenta forças que levam à sua própria destruição.

Conclui-se que Minsky agrega à teoria keynesiana original a consideração explicita das finanças capitalistas em um contexto cíclico e especulativo. Uma vez introduzidas as finanças capitalistas e claramente examinando o desenvolvimento dos fluxos de rendas esperadas em comparação com a estruturação de obrigações durante os diversos estados da economia, o autor contribuiu para uma melhor elaboração de ideias anteriormente introduzidas por Keynes.

1.4. *BIG BANK* E *BIG GOVERNMENT*: CONTRIBUIÇÕES PARA A ESTABILIDADE E REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO

Na obra *Stabilizing an Unstable Econony* (1986), Minsky inicia suas considerações mostrando que, em meados dos anos 1970, bem como no início da década seguinte, havia indícios de que a economia dos Estados Unidos, assim como a economia global, estivesse a caminho de um quadro depressivo que, talvez, pudesse superar os anos que se sucederam à Grande Depressão, em 1929. Entre os indícios apontados por Minsky, poderia se observar o declínio acentuado dos níveis de renda, a expansão da taxa de desemprego e dificuldades financeiras envolvendo instituições financeiras, grandes corporações e o próprio setor público.

Em função dos elementos mencionados e diante da necessidade de se desenhar uma política econômica para os Estados Unidos naquele momento, Minsky (1986) buscou explicações no sentido de compreender a razão pela qual a economia se tornou mais instável do que no imediato pós-guerra, assim como entender por que a instabilidade mencionada não gerou, posteriormente, um quadro de depressão persistente.

Para Minsky (1986), a resposta para essas indagações deriva de dois aspectos da economia: primeiro, que o *Big Government* (um "grande governo" – ou, em termos mais gerais, uma ação mais proeminente do Estado), estabiliza os níveis de demanda agregada e de renda da economia; segundo, que o *Big Bank* (a autoridade monetária), em conjunto com os demais bancos do sistema financeiro, atua como um grande banco de Estado que permite a sustentação do financiamento da demanda agregada. Assim sendo, é possível argumentar que o comportamento do governo, combinado com o do Banco Central, em face de um quadro de desequilíbrio financeiro e de um declínio nos níveis de emprego e renda, não apenas evita um quadro de grande depressão, como também contribui para promover os condicionantes de uma retomada posterior da economia.

Partindo da observação de que, no período pós-guerra, a estrutura financeira se tornou cada vez mais suscetível a crises, Minsky (1986) questiona quais são os determinantes do maior ou menor grau de susceptibilidade de uma estrutura financeira às crises.

É preciso compreender não somente os níveis de emprego e renda, mas também a ameaça de quadros de deflação, bem como a forma de controle sobre esse processo. Os estabilizadores financeiros e de renda oferecidos pelo *Big Government* não apresentam efeitos imediatos. Além disso, as pressões financeiras causadas pela necessidade de se manter compromissos relativos a pagamentos de dívidas inconstantes, bem como a queda nos valores dos bens, ameaçam agravar as tensões do sistema financeiro. Para que se possa prevenir uma crise completa, o refinanciamento torna-se necessário e a intervenção dos financiadores de última instância – *Big Bank* - é fundamental para que uma crise financeira incipiente não se torne uma crise de proporções ainda maiores que levem ao pânico generalizado, apesar da existência do *Big Government* (MINSKY, 1986).

Assim, entre os tipos de interações que puderam ser observadas na economia norte-americana em meados dos anos 1970, destacam-se as seguintes: a) a política fiscal do *Big Government* – os elevados déficits públicos durante as recessões, que afetaram diretamente a renda, sustentaram os compromissos financeiros privados e melhoraram a composição da carteira de investimentos agregados da economia e; b) os "financiadores de última instância" – por meio dos refinanciamentos que foram colocados em prática pelo Banco Central e pela cooperação entre entidades públicas e privadas.

1.4.1. O PAPEL DO *BIG GOVERNMENT*

A compreensão da atuação do *Big Government* no impedimento do colapso da economia requer aprofundamento nos diferentes impactos dos déficits governamentais sobre a economia norte-americana, no caso da análise realizada por Minsky (1986): o efeito da renda, que opera de acordo com a demanda do governo por bens e serviços; o efeito orçamentário, que opera por meio de superávits e déficits setoriais; e o efeito da carteira de investimentos, que existe porque os instrumentos financeiros emitidos para financiar um déficit devem necessariamente aparecer em alguma carteira de títulos.

Enquanto o primeiro efeito é familiar, tendo em vista que é tratado por meio de modelos que estabelecem como o produto é determinado, o segundo e o terceiro impactos do governo são geralmente ignorados. Contudo, são importantes, pois a economia é tanto um sistema gerador e distribuidor de renda como um sistema financeiro interdependente e sofisticado (MINSKY, 1986).

O efeito do *Big Government* pode ser observado tanto por meio dos fluxos de caixa que outros setores da economia necessitam para honrar seus compromissos, quanto por meio da manutenção de bens em carteira de investimento após ciclos de instabilidade financeira – em uma perspectiva que vai além do que olhar de forma restrita para o gasto do governo.

Ao observar a realidade da economia norte-americana em meados dos anos 1970, Minsky (1986) destaca que os negócios se estruturam em um sistema pautado por margens de segurança. Para o autor, existem duas medidas de margem de segurança: uma delas seria a proporção das obrigações calculada sobre o fluxo de renda esperada por parte dos devedores; e a outra delas seria a relação entre o valor presente e o valor nominal da dívida constituída.

O *boom* dos anos 1970 e a evolução da economia no pós-guerra estiveram associados a um grande aumento nas dívidas de curto prazo das empresas e a uma proliferação de instituições financeiras que refinanciavam essas dívidas lançando mão de empréstimos para si por meio de obrigações de curto prazo. O principal determinante da qualidade de dívidas de curto prazo que as empresas poderiam assumir foram os fundos internos gerados por suas operações.

Minsky (1986) conclui que, caso não houvesse a presença do *Big Government*, na forma de expansão do gasto público, um quadro de declínio da economia teria sido associado à queda acentuada na renda esperada das empresas, uma vez que a capacidade

de endividamento e as margens de segurança no sistema de oferta e demanda por empréstimos se reduziriam.

A importância do governo ao impedir o declínio e, ainda além, o sustento da atividade econômica, não pode ser apreciada sem que se reconheça o significado do conceito de que a soma dos superávits e déficits sobre todos os setores deve ser igual a zero (MINSKY, 1986).

O *Big Government*, com seu grande potencial de expansão de endividamento coloca a economia em um piso elevado diante de uma espiral descendente em potencial. Apesar de este piso mais alto ser importante, ele é ainda mais fundamental em economias em que há débitos privados e domésticos, pois somente com a existência de fluxos futuros de renda esperada que se permite a validação de tais dívidas[20].

Os instrumentos financeiros são absorvidos ou criados sempre que o *Big Government* administra um superávit ou um déficit. Particularmente, sempre que o *Big Government* gera um grande déficit durante a recessão, outros setores, incluindo as organizações financeiras, como os bancos, as instituições de poupança, companhias de seguro, adquirem as dívidas do governo.

Economias capitalistas se caracterizam por um complexo sistema financeiro, em que os setores que apresentam superávit não são obrigados a adquirir diretamente as dívidas de unidades deficitárias. Ao invés disto, eles podem financiar tais déficits indiretamente adquirindo obrigações das instituições financeiras. Na economia moderna, os bancos, as instituições de poupança, as seguradoras e os fundos de pensão, entre outros, serão os donos imediatos das dívidas dos setores privado, governamental e doméstico[21].

Assim, foi por causa da ação do *Big Government* e do crescimento dos títulos públicos em decorrência da expansão da dívida pública que o risco de não pagamento das carteiras de bancos e empresas se reduziu. Na medida em que as empresas liquidaram seus estoques, diminuíram seu endividamento com os bancos e adquiriram

[20] Sem a emergência de um grande déficit governamental em meados dos anos 1970 na economia norte-americana, a capacidade de endividamento do setor privado teria sido severamente comprometida. Tal comprometimento, devido a um processo interativo de queda em espiral de receitas e lucros, foi responsável pela deflação das dívidas e pela profunda depressão nos anos 1930 (MINSKY, 1986).

[21] O setor doméstico adquire tais obrigações de instituições financeiras por meio de direito a pensão, política de seguros, valores previdenciários, contas correntes e de poupança que permitem saques sem aviso prévio e vários outros tipos de investimento que tenham algum tipo de carência e exijam solicitação prévia de saque. Consequentemente, grande parte do impacto direto das oscilações nos déficits e superávits entre os setores ocorrerá sobre os bens adquiridos e vendidos pelas instituições financeiras (MINSKY, 1986).

títulos do governo. Os bancos, por sua vez, adquiriram liquidez ao comprar tais obrigações.

Os agentes não somente adquiriram bens de risco reduzido na forma de depósitos bancários e de poupança, mas também conseguiram reduzir a proporção entre o endividamento e a renda esperada. A existência de uma dívida pública elevada e em crescimento serviu como um estabilizador significativo das carteiras de ativos durante meados dos anos 1970.

1.4.2. O PAPEL DOS FINANCIADORES DE ÚLTIMA INSTÂNCIA – O *BIG BANK*

O declínio da economia norte-americana em meados dos anos 1970, que envolveu interações entre as variáveis do mercado financeiro e as variáveis relacionadas com o lado real da economia, não se estendeu de forma generalizada em função da existência do *Big Government*, cujos déficits sustentaram a demanda agregada e a atividade econômica de forma geral.

Outro fator decisivo nesse processo foi a intervenção rápida e eficiente do Banco Central e de outras instituições financeiras que cooperaram, atuando como financiadores de última instância.

Se, por um lado, o *Big Government* estabiliza a produção, o emprego e os lucros, por meio de seu próprio déficit, o financiador de última instância – no caso, o *Big Bank* – estabiliza os valores dos ativos e dos mercados financeiros. Isso ocorre, por exemplo, por meio da ação de comprar ou de aceitar, em garantia, ativos financeiros que, de outro modo, não seriam comercializáveis. Assim, a postura do *Big Bank* é dada por substituir títulos próprios de risco reduzido por ativos de risco mais elevado.

Enquanto o *Big Government* opera sobre a demanda agregada, o *Big Bank*, na função de financiador de última instância, opera sobre o valor da estrutura de ativos e o refinanciamento disponível para várias carteiras de investimento. A figura do financiador de última instância deve atuar para assegurar a disponibilidade de refinanciamento para prevenir que dificuldades financeiras se transformem em um declínio cumulativo e interativo que possa levar a uma grande depressão. Para tal, é fundamental que ele preserve as unidades financeiras da tentativa de liquidação de ativos, a fim de conseguir cumprir compromissos financeiros. Uma vez que bancos, instituições financeiras ou empresas tentem se desfazer de sua posição financeira

original, cabe ao financiador de última instância o oferecimento de empréstimos ou arriscar, até mesmo, o desenvolvimento de uma deflação de dívidas (MINSKY, 1986).

A necessidade de um financiador de última instância deveria se manifestar antes da queda brusca nos níveis de renda e bem próximo da manifestação dos efeitos estabilizadores financeiros e da renda automática proporcionada pelo *Big Government*.

Um atributo fundamental da economia é o fato de que a aquisição de ativos é financiada por dívidas e estas implicam compromissos que precisam ser honrados. Os arranjos financeiros nos quais a tomada de empréstimos se faz necessária para o pagamento de outras dívidas são considerados parte de um sistema financeiro especulativo.

Nesse contexto, a presença do *Big Bank* é o mais importante mecanismo de apoio de financiamentos por garantir que os agentes que não consigam refinanciar suas posições, não precisem vender ativos ou obter refinanciamentos a taxas elevadas. Como um banco estatal, direta ou indiretamente, estabelece tanto níveis mínimos para o valor dos ativos quanto níveis mínimos de financiamento essas instituições acabam socializando riscos envolvidos no sistema financeiro especulativo. Contudo, tal socialização de riscos no mercado financeiro encoraja ainda mais os riscos de se financiar posições, o que aumenta o potencial para a instabilidade se tais procedimentos forem mantidos por um longo prazo.

As maneiras pelas quais os bancos financiam as empresas, as operações domésticas e as unidades do governo, determinam a composição dos ativos bancários, que, em conjunto com os títulos que os bancos utilizam para financiar suas próprias atividades, determinam tanto o modo como as operações de financiamento de última instância irão ocorrer como os efeitos econômicos de tais operações.

A evolução das práticas bancárias e a mudança de foco, deixando de lado as operações de desconto e passando às de mercado aberto, eliminaram as relações entre o Banco Central e os bancos associados no que tange ao funcionamento normal de uma base de ativos bancários. O Banco Central não está, portanto, atuando com base no conhecimento das práticas bancárias que resultariam da tomada de empréstimos normais dos bancos junto ao Banco Central. Esta instituição tem a tarefa implícita de proteger os depositantes de perdas, mas não tem praticamente nenhum poder para prevenir que as práticas bancárias possam levar o próprio Banco Central a adquirir ativos desses bancos de modo a proteger os depósitos. O Banco Central tem também uma obrigação explicita de assegurar a disponibilidade de financiamentos adequados às empresas.

Para Minsky (1986), houve uma grande tendência, influenciada pelo pensamento monetarista, de que a única função do Banco Central seria a de controlar o desempenho da economia por meio do monitoramento da oferta de moeda. Assim, o seu poder derivaria da capacidade de determinar o emprego, a renda e os níveis de preço. De fato, o Banco Central não tem poder para determinar os efeitos do financiamento sobre a renda agregada, ficando esta atividade a cargo das instituições financeiras bancárias.

Enquanto o Banco Central não estiver apto a determinar em curto prazo a trajetória da moeda, do emprego e da renda e dos preços, ele estará pelo menos preparado para substituir demandas sobre si por outras sobre o mercado aberto, em carteiras de investimento bancários, e que já estejam em poder dos indivíduos. As demandas sobre o Banco Central são introduzidas nas carteiras de títulos, negócios e até mesmo nas aplicações domésticas, em troca de demandas de posse do próprio governo, por bancos, empréstimos e usuários domésticos. Os termos pelos quais o Banco Central se propõe e consegue realizar tais trocas estabelecem um piso sobre o preço de um determinado item que ele possa vir a adquirir.

Se existe um excesso na disponibilização de um determinado ativo no mercado, seja ele na forma de títulos públicos, títulos privados ou empréstimos bancários, o preço desses ativos pode se reduzir substancialmente. Em um mundo em que o refinanciamento de posições é importante, e onde existe um volume significativo de dívidas de curto prazo, a habilidade de um tomador de empréstimos de honrar compromissos financeiros é dificultada quando o preço dos ativos se reduz no mercado Se o Banco Central tem condições de atuar por meio da aquisição de ativos e, desse modo, de refinanciar os tomadores de empréstimos, então o limite ou piso de tais instrumentos é estabelecido. A instituição de um preço mínimo para qualquer tipo de ativo financeiro é uma ação essencial de um financiador de última instância e o Banco Central pode ter esta função.

1.5. A RELAÇÃO ENTRE O ESTADO E O SISTEMA FINANCEIRO

Uma das questões relevantes sobre a redefinição do papel do Estado em um contexto de globalização é a sua participação como agente mobilizador de recursos nos mercados financeiros para o desenvolvimento econômico. Embora as modificações estruturais ocorridas nos mercados financeiros a partir dos anos 1980 tenham resultado na criação de novos instrumentos de crédito, o papel do Estado ainda continua relevante

na mobilização de recursos a serem canalizados para setores e atividades prioritárias do ponto de vista do impacto social, não contemplados pela atuação normal dos mercados.

Ao lado da função de regulador dos mercados financeiros, reside o papel do Estado como agente mobilizador de recursos para o financiamento de setores econômicos, evidenciando que as instituições privadas de crédito não atendem, em princípio, à demanda por financiamento de setores específicos e de elevado retorno social – em que se observa uma taxa de retorno privado relativamente reduzida, alto risco e longo prazo de maturação dos investimentos. A existência de fundos públicos de poupança compulsória, bem como a existência de mecanismos de intermediação como, por exemplo, o direcionamento de crédito são atividades que se relacionam com as próprias funções alocativas e distributivas do Estado.

No Brasil, dentre os setores e atividades alvos dos recursos mobilizados pelo setor público na forma de fundos de poupança compulsória, destacam-se projetos de infraestrutura, saneamento básico, habitações populares e, e menor escala, projetos de fomento à atividade econômica e geração de emprego e renda – por exemplo, financiamento de micro, pequenas e médias empresas, agricultura familiar, crédito popular para trabalhadores autônomos, entre outros.

Outra forma que o Estado pode atuar é por meio da atuação de bancos públicos. Historicamente, essas instituições assumiram papel relevante, em diferentes formas, tais como bancos de desenvolvimento, caixas econômicas e agências financeiras orientadas ao financiamento de determinados setores prioritários. Embora essas instituições não precisem, necessariamente, ser de propriedade do Estado, a experiência internacional mostra que, especialmente nos países e regiões de capitalismo retardatário, as instituições financeiras públicas desempenham um papel crucial no desenvolvimento (BIANCARELI E CONTI, 2015).

Os fundos públicos de poupança compulsória, sejam de natureza fiscal ou parafiscal, são fontes privilegiadas de recursos. Em primeiro lugar, pelo próprio caráter compulsório da extração dos recursos ao setor privado - garantido legalmente pela vinculação de receitas fiscais ou parafiscais - os fundos públicos são capazes de assegurar certa estabilidade do fluxo de captação de recursos, em grau bem superior ao de outras fontes voluntárias de recursos.

Além disso, a mobilização de recursos por meio dos fundos públicos de poupança compulsória gera outro importante efeito indireto sobre o *funding* dos bancos públicos. A vinculação de receitas fiscais e parafiscais implica um aval do governo à

captação de recursos por parte das instituições que gerenciam esses fundos. Isso reduz sensivelmente o risco dos bancos, colocando-os em posição favorável para captar recursos nos mercados interno e externo a taxas mais baixas do que as conseguidas por outras instituições financeiras.

Em suma, a estabilidade potencial do fluxo de recursos e o aval do governo são importantes não apenas para os tomadores finais do crédito – dada a necessidade de um fluxo estável e relativamente volumoso de capital, devido à natureza das atividades a serem financiadas - mas também para a própria instituição gestora dos recursos. Nesse último aspecto, a redução do risco da instituição pode transformá-la em uma importante unidade captadora e repassadora de recursos em condições favoráveis para o financiamento de decisões de gastos geradoras de emprego e renda.

A partir deste paradigma teórico, é possível questionar o sentido geral das conclusões liberais relativas ao arranjo institucional dos sistemas financeiros – que, com algumas variantes, advogam a redução da participação estatal nos diferentes segmentos do setor e a superioridade dos mercados de capitais como modo de mobilização de recursos para o financiamento do desenvolvimento.

Para Studart (1995), o conceito de eficiência que embasa recomendações de cunho liberal está baseado estritamente no paradigma do mercado competitivo e, como consequência, qualquer forma de organização que fuja a este modelo é encarada como fonte de distorções. Em adicional, aparece o critério de funcionalidade do sistema financeiro para avaliar a adequação dos diferentes arranjos institucionais.

Em termos microeconômicos, a funcionalidade diz respeito à alocação dinâmica dos recursos e sua contribuição para o crescimento. Não se trata meramente da melhor distribuição estática dos recursos existentes, e sim de contribuir para o investimento em sua capacidade de ampliar estes recursos. Já no aspecto macroeconômico, trata-se de garantir a estabilidade do sistema financeiro, ou seja, a avaliação aqui é sobre a capacidade da estrutura de criação e alocação de poupança – ao desempenhar satisfatoriamente suas funções de *finance* e *funding* – suportar o crescimento econômico de maneira estável (STUDART, 1995 *apud* BIANCARELLI E CONTI, 2015).

Bancos e outras instituições financeiras tendem a auferir grandes lucros apenas com o *finance*, concentrando-se em operações curtas, e a lacuna do *funding* não é preenchida, muito menos quando se procede à desregulamentação total dos mercados. Para isto, de acordo com Biancarelli e Conti (2015), para além de incentivos de curto prazo, seriam necessárias estratégias de longo prazo que envolvam providências pelo

lado da demanda por títulos de longo prazo, além de uma regulação robusta para evitar que a estreiteza dos mercados para negociação desses títulos leve a um forte caráter especulativo. Trata-se, obviamente, de riscos da estratégia de liberalização e da necessidade de saídas alternativas coerentes com a ideia de funcionalidade. Seria preciso, em termos mais claros, montar mecanismos que garantam a constituição do *funding* necessário ao financiamento do desenvolvimento.

Com base nessa discussão e aplicando esses elementos para o funcionamento do sistema financeiro no Brasil, pode-se, assim, justificar a participação do Estado como forma de garantir a mobilização de mecanismos de canalização da riqueza para aplicações de prazo maior, de um lado; e para o financiamento de setores prioritários, de outro.

Entre as providências do primeiro tipo, existem fundos de natureza fiscal e para-fiscal que formam o *funding* de instituições financeiras para o desenvolvimento. Em paralelo – com menos impacto nas condições financeiras gerais para o desenvolvimento, mas importância fundamental no funcionamento e crescimento de setores específicos – o direcionamento direto do crédito por meio de exigibilidades sobre depósitos também é um mecanismo utilizado pelas instituições financeiras.

Biancareli e Conti (2015) observam que é necessário haver um mercado desenvolvido – em termos de profundidade, estabilidade e compatibilidade de prazos – para que tomadores privados e mesmo as instituições públicas de financiamento possam emitir obrigações. Por consequência, o mercado de capitais, enquanto fonte de *funding*, é uma pré-condição para que se prescinda do direcionamento. Nem sempre, ou em todos os países em que há preocupação com o investimento de longo prazo, isso se verifica. Pelo contrário, o que geralmente caracteriza o comportamento dos mercados de títulos e ações dos países em desenvolvimento são as reduzidas profundidades e dimensões, além da elevada sensibilidade aos ciclos internacionais de liquidez, resultando em fases de maior ou menor abertura para captações privadas (BIANCARELLI E CONTI, 2015).

Outro ponto fundamental seriam condições favoráveis de financiamento do setor público – para que o "empréstimo" da avaliação de risco para outros agentes que não o Tesouro signifique, de fato, custos e prazos compatíveis com projetos de investimento longos e incertos. Novamente, esta é uma condição desigualmente distribuída entre os países, e as razões estruturais destas diferenças dificilmente seriam superadas apenas por fatores domésticos.

1.5.1. BANCOS PÚBLICOS: UMA ABORDAGEM NÃO CONVENCIONAL

Existe uma literatura que oferece contribuições que destacam a importância dos bancos públicos no financiamento das decisões de gasto, bem como o papel dessas instituições no sentido de promover uma melhor organização do sistema financeiro, tendo em vista a viabilização do financiamento de segmentos não atendidos pelo mercado de crédito privado.

Parcela importante da literatura disponível sobre bancos públicos foi produzida ao longo dos anos 1990 e 2000, sobretudo no âmbito de instituições multilaterais, tais como o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Interamericano de Desenvolvimento, sendo que a abordagem realizada esteve associada ao fato de que os bancos públicos seriam ineficientes e problemáticos do ponto de vista fiscal (MARSTON E MARAIN, 2005, *apud* DEOS E MENDONÇA, 2010).

Essa avaliação, aliada à constatação da elevada participação dessas instituições em sistemas financeiros de diversos países embasou a discussão acerca da necessidade de revisão da participação estatal na propriedade de instituições financeiras. Essa necessidade amparava-se na comprovação do desempenho inadequado dessas instituições, medida por meio de coeficientes financeiros microeconômicos de rentabilidade e eficiência, em especial quando comparados com os resultados alcançados por bancos privados. (CAPRIO *et al.*, 2005; HANSON, 2005).

De forma geral, os autores que são adeptos das ideias mencionadas anteriormente afirmam que, dado o reduzido desempenho observado em vários países e a entendida conexão dessa condição com o desenvolvimento econômico precário, a melhor saída seria a privatização desses bancos, uma vez que possibilitaria menores gastos do governo e melhorias no desempenho das economias. Tais melhorias resultariam de uma alocação do crédito pautada por decisões privadas, regida pela lógica de agentes de mercado, e não de burocratas (DEOS E MENDONÇA, 2010).

No tocante ao debate sobre a defesa da atuação dos bancos públicos, Deos e Mendonça (2010) observam que a discussão de forma geral se concentrou sobre o conceito de imperfeições de mercado, acabando assim por derivar na contraposição das concepções de falhas de mercado e falhas de governo. Assim, as diferentes linhas de argumentação, que partem da percepção de falhas de mercado e presença de externalidades, remetem a uma visão de mundo na qual a questão central relaciona-se

com a melhor alocação de recursos escassos – o que, de acordo com Deos e Mendonça (2010) poderia ser chamado de visão convencional.

Dessa forma, mesmo no interior do *mainstream* acadêmico internacional, a visão liberal foi fortemente questionada a partir dos conceitos novo-keynesianos de assimetria de informações, seleção adversa e racionamento de crédito. Com o propósito de corrigir falhas, ou "completar" mercados e setores que não poderiam deixar de ser financiados, voltava a ser justificada a atuação estatal nos mercados financeiros (STIGLITZ E WEISS, 1981; STIGLITZ, 1994).

La Porta *et al* (2000), ao mapear a elevada presença de bancos públicos nos países em desenvolvimento, estabeleceu uma dicotomia em duas grandes explicações para o fato. De um lado, uma "visão desenvolvimentista", associada a teóricos como Gerschrenkon (1962) que entendia tal intervenção como essencial para a acumulação de capital e a industrialização. De outro, o que La Porta *et al* (2000) chamaram de "visão política", que enfatizou as vantagens da privatização destes órgãos, dada a ineficiência dos projetos financiados e dos próprios bancos, além da tendência de utilizá-los para fins políticos - empregos, subsídios e benefícios a setores aliados aos governantes.

Yeyati, Micco e Panizza (2007) procuram segmentar o conjunto de ideias subjacentes à racionalidade mais geral da intervenção nos mercados financeiros, em especial os bancários, a partir da defesa da atuação dos bancos públicos sob os seguintes aspectos: a) uma presença de modo a garantir a solidez e a segurança do sistema financeiro, dada a inerente fragilidade das instituições financeiras, sobretudo as bancárias; b) atuação como forma de minimizar as imperfeições de mercado existentes em função da presença de informação custosa e assimétrica, em especial na atuação de bancos, que realizam operações intensivas em informação; c) a viabilização de projetos socialmente relevantes, uma vez que produzem externalidades positivas, mas que não são lucrativos financeiramente; d) atuação no sentido de promover o desenvolvimento financeiro e possibilitar serviços bancários competitivos a agentes (clientes bancários) que não se mostrem interessantes do ponto de vista do capital privado. Assim, os defensores de tal forma de intervenção argumentam que a garantia de acesso aos serviços bancários deve levar ao desenvolvimento financeiro com externalidades positivas sobre o crescimento e a redução da pobreza.

Outra ordem de argumentos encontrados na literatura – que, de acordo com Deos e Mendonça (2010) podem ser classificados como não convencionais – e que, de algum modo, dão substrato à intervenção governamental nos mercados de crédito, fundamenta-

se na percepção da importância de mecanismos de financiamento que garantam as decisões de gasto cruciais, em especial as de investimento, e que, muitas vezes, não são asseguradas pelos agentes privados. Vale ressaltar que alguns dos argumentos apresentados referem-se à intervenção governamental, o que não necessariamente quer dizer intervenção por meio de bancos públicos. No entanto, entende-se que a natureza dos argumentos apresentados contribui, de forma contundente, para a reflexão acerca do papel que estas instituições podem exercer.

Minsky *et al.* (1996) partem da perspectiva de que a função central da estrutura financeira é garantir a acumulação de capital, de modo a possibilitar o crescimento da capacidade produtiva e a geração de riqueza na economia. Neste sentido, defendem que sempre que as funções bancárias não forem adequadamente exercidas pelas instituições participantes do mercado, há espaço para intervenção governamental, sobretudo na oferta de crédito e de mecanismos de poupança e pagamentos para determinados segmentos da população – tais como indivíduos de baixa renda, minorias étnicas, além e em especial de pequenas empresas – sendo os bancos públicos os agentes desse processo.

Mendonça e Deos (2017) observam que bancos públicos podem ser vistos como instituições que podem e devem ir além do papel de enfrentar deficiências no processo de alocação de crédito no contexto de economias marcadas pela instabilidade financeira e geração de desigualdades. As autoras entendem que os bancos públicos devem ser analisados sob um prisma de instituições capazes de contribuir para uma maior eficiência nos serviços prestados a determinados segmentos do mercado de crédito, além de fornecerem uma maior garantia de estabilidade no sistema financeiro e na economia como um todo.

Torres Filho (2007) constrói uma linha de argumentação para justificar a presença de bancos públicos de desenvolvimento a partir de uma discussão mais ampla acerca de intervenção do Estado em mercados de crédito. O autor parte da constatação de que além do fato da intervenção acontece em todos os países do mundo, ainda que com propósitos distintos, haveria três áreas de atuação dessa intervenção: a política monetária, a regulação e o direcionamento de crédito.

A intervenção no mercado de crédito sob a forma de regulação se dá por meio da imposição de normas, mecanismos e instituições públicas voltados para a preservação do funcionamento do mercado financeiro. A política monetária, ao atuar sobre a taxa de juros de curto prazo, influencia, direta e indiretamente, a demanda e a oferta de crédito.

Já a intervenção direta por meio do direcionamento de crédito, diferentemente das outras, não visa ao mercado como um todo. De fato, tem como objetivo gerar ou redirecionar recursos para setores, regiões ou tipos específicos de tomadores, tais como micro, pequenas e médias empresas (TORRES FILHO, 2007).

Andrade e Deos (2009) conceituam os bancos públicos também sob uma perspectiva teórica keynesiana-minskyana que não se limita à ideia convencional de instituições que atuam na correção de falhas de mercado. Eles argumentam que, mais do que corrigir falhas, essas instituições estruturam mercados em que o setor privado reluta em agir.

Ainda além, Andrade e Deos (2009) observam que um banco público é caracterizado como uma instituição que realiza atividades que excedem o tradicional – porém importante - papel de provedor de financiamento de longo prazo para segmentos politicamente definidos como prioritários e que não são adequadamente contemplados pelo mercado. De acordo com os autores, os bancos públicos devem ir além desse ponto quando: a) definem novos tipos de produtos ou serviços financeiros, bem como novas condições para os produtos já existentes, de modo a induzir o mercado a operar sob novos fundamentos, a partir do envolvimento em financiamento de políticas em um sentido mais amplo; b) operar no mercado para mudar sua "dinâmica natural", claramente pro cíclica, como meio privilegiado de transmitir os impactos das decisões tomadas no âmbito das políticas monetárias e de crédito; c) tomar decisões no mercado de crédito para minimizar as condições de incerteza, principalmente nos momentos em que é exacerbada, pois sob essas circunstâncias existe uma maior propensão a retração do crédito privado. Andrade e Deos (2009) concluem que, ao desempenhar seu papel de banco público, uma instituição não deve se preocupar principalmente com a lucratividade.

Mollo (2005) também apresenta uma perspectiva analítica mais ampla sobre o papel dos bancos públicos, em um contexto de instabilidade associada à dinâmica monetária e financeira. Para a autora, em paralelo ao desenvolvimento dos mercados financeiros e de instrumentos de maior liquidez, ocorre o aumento da dimensão especulativa do sistema e, por consequência, da sua instabilidade. Desse modo, ela aponta para algum tipo de regulamentação estatal por meio de uma intervenção indireta – na forma de regulamentação prudencial – ou direta – na figura dos bancos públicos. Em adicional, destaca outra dimensão associada ao aumento de desigualdades sociais, setoriais e/ou espaciais - regionais e até mesmo nacionais – como consequências da

lógica do mercado. A necessidade de regulamentação para reduzir as desigualdades não deriva de uma "ausência" do mercado, mas sim de seu pleno funcionamento. Assim, caberia ao estado romper com essa lógica, por meio da elaboração de políticas discricionárias, da redefinição de ações no âmbito de uma política monetária e financeiro, tanto para garantir o financiamento de investimentos, a promoção do crescimento do emprego e da renda; para combater a instabilidade e as desigualdades.

Para Minsky (1982), em economias com sistemas financeiros desenvolvidos, o resultado esperado da busca incessante, por parte dos agentes, de seu próprio interesse, não é o equilíbrio. Ao contrário, é o desequilíbrio, a instabilidade. E mais, que o cerne dessa instabilidade pode ser encontrado no comportamento desequilibrado dos mercados financeiros. E que tal desequilíbrio não se deve a nenhuma “falha”, introduzida “de fora” no sistema – no sentido de que ele teria uma tendência para a perfeição, mas que algum elemento externo o impede de atingi-lo. Pelo contrário, o desequilíbrio é endógeno, é da natureza do sistema. Para Minsky, a instabilidade é a contraface desse sistema que busca expandir-se incessantemente (DEOS E MENDONÇA, 2010).

A análise de Minsky acerca do comportamento das economias capitalistas, com ênfase na tendência inerente de geração de quadros de fragilidade e instabilidade, permite uma perspectiva distinta sobre a discussão sobre bancos públicos, abrindo espaço para uma reflexão mais ampla e apropriada do que a discussão restrita a falhas de mercado ou alocação de crédito.

Em resumo, a visão não convencional sobre os bancos públicos é que o papel que cabe aos bancos públicos pode e deve ir além daquele tradicionalmente discutido, qual seja, de atuar no sentido de enfrentar deficiências no processo de alocação de crédito. Sendo assim, os bancos públicos devem ser observados enquanto instituições que atuem de forma a amenizar situações tais como instabilidade e geração de desigualdades, que resultam do funcionamento normal – mas não otimizador – dos mercados e da própria atuação dos bancos em geral.

1.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A construção do presente capítulo teve por objetivo evidenciar a importância do crédito e o papel dos bancos, entendidos como instituições centrais no financiamento de decisões de gasto geradoras de emprego e renda. Por meio de um arcabouço teórico

keynesiano-minskyano, elucidou-se os principais elementos de economias monetárias de produção e o comportamento dos bancos no que tange a dinâmica patrimonial associada à alocação de recursos e a estruturação de obrigações, o que levou a conclusão de que, diante do comportamento inerente especulativo dessas instituições financeiras, os bancos públicos podem despontar como agentes decisivos para a sustentação dos níveis de crédito do sistema financeiro.

Para aprofundar a discussão sobre os elementos supracitados, partiu-se da centralidade da moeda e das concepções teorias relacionadas a ela. A base do pensamento econômico perpassa, inicialmente, pela Teoria Clássica e seus diversos expoentes que oferecem à moeda um caráter de neutralidade, haja vista que o objetivo da economia é o incremento da riqueza por intermédio da expansão da produção, sendo esta totalmente direcionada para o consumo, em economias caracterizadas por operar com pleno emprego dos fatores de produção.

A ruptura com a ideia de neutralidade da moeda teve profundas contribuições de Keynes na década de 1930, em meio à Grande Depressão. A partir do *Treatise on Money*, Keynes demonstrou que a natureza de suas preocupações estava diretamente relacionada com as funções da moeda e seus atributos tantos em termos de reserva de valor como em termos de denominação de contratos e negócios, sinalizando, ainda que de forma incipiente, o reconhecimento de seu papel na produção.

Um dos pontos fundamentais do *Treatise on Money* foi o desenvolvimento de uma teoria capaz de levar em consideração a importância do sistema bancário e evidenciar as divergências entre resultados realizados e os esperados, indo de encontro à Teoria Quantitativa da Moeda, além de destacar a existência de desequilíbrios entre poupança e investimento, oriundos de causas diversas. Além disso, Keynes, ao abordar o ciclo de crédito, pôde reconhecer a existência de fatores produtivos desempregados como uma situação normal na economia, destacar a capacidade dos agentes de rever expectativas e suas decisões de produção e, principalmente, conferir a importância do sistema financeiro como instância que amplifica ou reduz o processo de reversão cíclica.

O movimento de ruptura de Keynes com o ideário clássico teve sua continuidade com a *Teoria Geral*, quando elementos essenciais entram em evidencia como a noção de tempo histórico; as assimetrias entre os agentes e o papel decisivo das decisões empresariais sobre o processo produtivo; a importância dos conceitos de incerteza e expectativas e o papel desses elementos na tomada de decisão dos agentes; o

estabelecimento de uma teoria geral dos ativos e da composição do portfólio, envolvendo os conceitos de preferência pela liquidez. A construção de uma nova teoria economia, embasada sobre a moeda e suas propriedades, deriva das principais contribuições teóricas contidas na *Teoria Geral*, no caso, a teoria da determinação do investimento, a teoria da taxa de juros e a teoria da determinação da renda.

Keynes, ao analisar as propriedades essenciais da moeda e dos juros, apresenta os motivos para os quais a economia tem, em sua essência, instabilidade e crise. A ideia consiste em mostrar que não sendo a moeda produzida pelo setor privado, sua eficiência marginal tem um limite à queda, ao passo que, no caso de outros ativos, a produção adicional pode ter quedas acentuadas nas suas eficiências marginais. Então, os desequilíbrios no sistema econômico ocorrem porque, por um lado, a preferência pela liquidez pode se elevar intensamente, porém jamais se reduz abaixo de certo limite, e, por outro, a eficiência marginal do capital de diferentes ativos não se eleva na mesma proporção, bem como se reduz quase que sem limites.

A partir do conceito de preferência pela liquidez, envolvendo a ideia de que os agentes poderiam compor seus ativos entre moedas (com liquidez) e títulos (sem liquidez), Ademais, uma das leituras possíveis da contribuição de Keynes é a possibilidade de compreender a teoria da preferência pela liquidez como uma teoria de alocação de ativos. Nesse contexto, qualquer ativo pode ser mensurado a partir de uma taxa própria de juros, sendo que este entendimento promoveu, a partir de Minsky, a incorporação explícita do papel de estrutura de dívidas e de compromissos de pagamentos em moeda sobre a análise do ciclo econômico.

A decisão de gasto, sobretudo de investimento, além dos condicionantes associados à incerteza sobre os fluxos esperados de renda e à liquidez relativa dos ativos, se concretiza por meio do financiamento. À vista disso, a existência de bancos emissores de moeda permite que os investidores não tenham necessidade prévia de poupança, por meio da disponibilização dos recursos necessários para se realizar o gasto – o *finance* - garantindo a expansão do crédito. Após a realização do gasto e a consequente geração de renda, obtém-se uma poupança *ex-post* – o *funding* – que pode ser mobilizada para garantir a consolidação do investimento no longo prazo. Nesse sentido, os bancos podem ser entendidos como agentes estratégicos ao viabilizar os recursos para a decisão de gasto dos agentes e, por consequência, para promover a geração de emprego e renda.

A centralidade dos bancos em economias monetárias de produção pode ser evidenciada por meio do papel dessas instituições no financiamento das decisões de gasto, sob condições de incerteza e em um cenário de preferência pela liquidez dos agentes quando da decisão de composição de ativos. Essa perspectiva sustenta que, em tempos de incerteza, os bancos optam por ativos líquidos em vez de ativos de maior risco ou de maturação longa, como precaução frente a um futuro incerto. Assim, o processo de alocação de ativos dos bancos se altera em um movimento dinâmico, buscando aliar a rentabilidade com sua escala de preferência pela liquidez.

Seguindo mais além nessa perspectiva, Minsky contribui com a observação de que os bancos podem aumentar o grau de rentabilidade por meio do gerenciamento da estrutura de aplicações de recursos e da estrutura de suas obrigações. O autor também agrega em sua análise a dinâmica sobre o funcionamento das tomadas de decisões envolvendo as operações de crédito ou estruturação de dívidas e o papel dos fluxos de rendas esperadas para o sustento dos compromissos financeiros, bem como dos ativos ou outras garantias envolvidas no processo. Essa dinâmica envolve a constituição de diferentes posições entre os agentes.

A fragilidade ou robustez de uma estrutura financeira, sobre a qual a estabilidade cíclica da economia depende, emerge a partir da decisão dos bancos em alocar seus ativos. Por um lado, quando os bancos resolvem emprestar recursos – na busca por maior rentabilidade – eles viabilizam as decisões de gasto dos agentes na economia, o que contribui positivamente para o ciclo econômico. No entanto, as decisões dos bancos se ancoram em expectativas sobre os fluxos esperados de renda dos tomadores, garantidores das operações realizadas inicialmente, o que muitas vezes pode não se concretizar. Diante desse cenário e dependendo do momento, das expectativas e das estratégias, os bancos podem alterar o grau relativo de liquidez de suas aplicações, de forma a se posicionarem em ativos mais líquidos, o que gera, por consequência, uma ruptura no cíclo de crédito, fazendo com que os tomadores deixem de honrar seus compromissos, além de interromper o acesso ao crédito para novos tomadores, inviabilizando novas decisões de gasto e geração de renda – o que promove um cenário de instabilidade e crise.

Nesse contexto, ao escrever *Stabilizing na Unstable Economy*, Minsky busca encontrar elementos que garantissem a interrupção de ciclos de crise ou que permitissem atenuar as circunstâncias geradoras de instabilidade. A resposta para essas indagações veio sob a forma de dois elementos: o *Big Government* e o seu papel

estabilizador do emprego e da renda e o *Big Bank* como ferramenta decisiva no impedimento de uma deflação de ativos e de promover a sustentabilidade às aplicações de bancos, empresas e demais agentes da economia.

Nessa linha, sempre que as funções bancárias não forem adequadamente exercidas pelos bancos, haveria espaço para a atuação do Estado, tanto em termos de concessão de crédito quanto por meio da mobilização de recursos para determinados segmentos da população – indivíduos de baixa renda, grupos minoritários, pequenas empresas – sendo os bancos públicos os agentes desse processo. Logo, entende-se que o comportamento dos bancos públicos pode atuar no sentido de promover um melhor funcionamento do sistema financeiro, o que pode ser reforçado tanto pela importância e natureza dessas instituições quanto pela maior participação do crédito sobre o total de seus ativos quando comparados com os bancos privados.

O que se depreende desse capítulo é que em economias monetárias de produção, os bancos se constituem como agentes fundamentais por garantirem o financiamento da demanda e viabilizar o incremento dos níveis de emprego e renda. No entanto, mudanças nas expectativas do sistema bancário podem levar à alteração da dinâmica patrimonial dos bancos, de modo que o aumento da demanda por ativos de maior grau relativo de liquidez seja responsável pela instauração de ciclos de instabilidade e crise, haja vista a ruptura ou insuficiência de crédito. Diante desse cenário, caberia aos bancos públicos o papel de contribuir para um melhor funcionamento do sistema financeiro, a partir do enfrentamento de deficiências no processo de alocação de crédito.

CAPÍTULO 02 – SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: BANCOS E O PAPEL DO CRÉDITO NA ECONOMIA BRASILEIRA

O objetivo do capítulo é caracterizar o sistema financeiro nacional e a evolução da atuação dos bancos, de modo a observar o papel do crédito e os seus efeitos sobre a economia brasileira, entre as décadas de 1960 e 2010, com especial atenção para o sistema público de financiamento.

Optou-se por iniciar a analise nesse período em função da relevância das transformações existentes no sistema financeiro nacional a partir desse momento, além do fato de que muitas de suas características estão presentes até hoje.

Para tal, o capítulo se organiza em duas etapas: a primeira é destinada a analisar o sistema financeiro nacional, iniciando-se com a descrição dos movimentos observados entre a década de 1960 e 1970 no tocante às reformas e o padrão de financiamento. Na sequência, discute-se a década de 1980 e os desdobramentos da crise da dívida sobre a atuação dos bancos. A década de 1990, por sua vez, descreve o processo de reestruturação do sistema financeiro nacional, em um contexto de liberalização da economia, com o aumento da presença de bancos estrangeiros ante a redução da presença de bancos públicos. Em seguida, analisa-se a década de 2000 à luz da retomada do crescimento econômico e da expansão das operações de crédito, em um processo inicialmente liderado por bancos privados e, posteriormente, por bancos públicos, sobretudo no contexto da crise financeira de 2009. Por fim, a década de 2010 é discutida sob a ótica de sustentação dos níveis de operações de crédito por parte dos bancos públicos – na primeira metade da década – seguida de uma ruptura nesse processo, em um cenário de retração econômica.

Na segunda parte, realiza-se a caracterização do sistema de financiamento público no Brasil. Inicialmente, discute-se o papel dos principais fundos públicos, com destaque para o FGTS e o FAT, descrevendo-se o contexto de criação, as regras e a interação entre os fundos e os bancos públicos – CAIXA e BNDES, respectivamente. Em seguida, adentra-se, de forma sucinta, sobre a institucionalidade dos fundos constitucionais de financiamento[22], explicitando o papel fundamental que exercem sobre

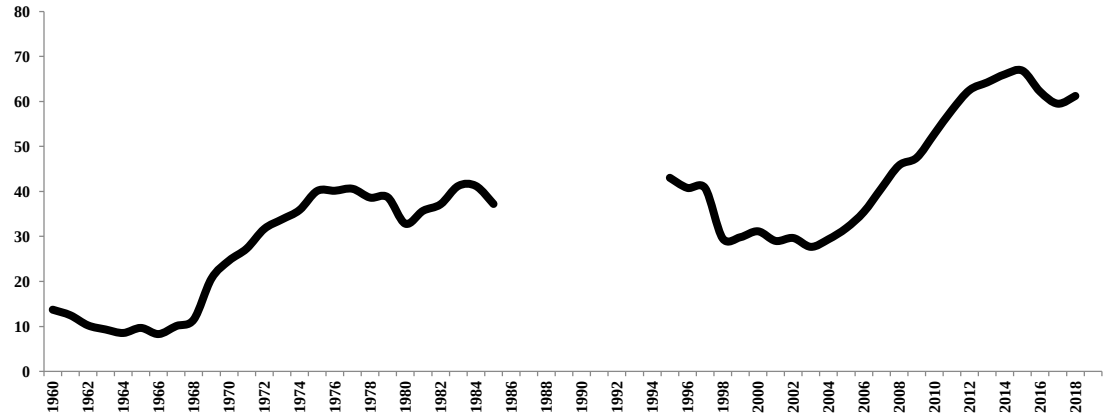
[22] Esclarece-se de antemão que o item referente aos fundos constitucionais de financiamento não tem a pretensão de analisar detalhadamente as informações financeiras desses fundos, constituindo-se apenas como uma referência complementar, no sentido de contribuir para a argumentação mais geral sobre a importância dos fundos públicos e dos mecanismos de exigibilidade e direcionamento de recursos na constituição de um *funding* de longo prazo para a atuação dos bancos públicos no Brasil.

a economia regional. Por fim, destaca-se a estrutura de mecanismos de direcionamento de crédito e de exigibilidade de recursos que contribuem para o financiamento habitacional e rural, com o papel relevante da CAIXA e do Banco do Brasil, respectivamente.

2.1. A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O PAPEL DO CRÉDITO: ASPECTOS INICIAIS

O Gráfico 2.1 traz a evolução da participação do crédito concedido ao setor privado no PIB brasileiro, desde a década de 1960. A partir dos dados, é possível tecer considerações iniciais sobre o papel do crédito na economia brasileira em diferentes períodos de tempo.

GRÁFICO 2.1
Operações de Crédito para o Setor Privado no Brasil (1960-2018)
Em % do PIB[1]



[1] Os dados entre 1985 e 1994 foram suprimidos seja pela indisponibilidade de informação, seja pelo elevado grau de variabilidade das informações .
Fonte: Banco Mundial. Elaboração Própria.

Inicialmente, nota-se uma tendência de estagnação na década de 1960, o que tem ligação com o crescimento relativamente reduzido da economia nos primeiros anos da década.

Posteriormente, para o período compreendido entre 1968 e 1975, houve uma expansão significativa da participação do crédito sobre o PIB – de 11,53% em 1968 para 40,10% em 1975 – movimento que se confunde com o período do milagre econômico e da expansão do processo de industrialização no país.

Nos anos subsequentes, entre 1976 e 1984, tem-se, novamente, uma tendência de estagnação da relação entre o crédito e o PIB no Brasil – valor médio de 38,33% - período em que o crescimento econômico teve uma desaceleração quando comparado com os anos anteriores, seguido do recrudescimento do processo inflacionário no Brasil.

Entre os anos de 1995 e 2003, assistiu-se a uma redução significativa na participação do crédito sobre o PIB – de 43,03% em 1995 para 27,68% em 2003, quando se teve um processo de abertura financeira que culminou no aumento da presença de instituições financeiras estrangeiras no país, bem como um processo de redução da participação de bancos públicos no Brasil, por meio da privatização ou extinção dessas instituições.

Ao se observar os dados entre 2004 e 2014, nota-se uma forte expansão do crédito quando comparado com o PIB brasileiro – de 29,37% em 2004 para 66,02% em 2014. É interessante observar que esse período foi de retomada do crescimento econômico e de uma maior atuação das instituições financeiras no sentido da disponibilização do crédito. Inicialmente pode-se falar em uma maior atuação dos bancos privados, seguida, nos anos subsequentes, pelos bancos públicos que voltaram a ter um maior protagonismo, sobretudo no período da crise financeira de 2009.

Por fim, entre 2015 e 2018, é possível constatar uma nova tendência de redução da participação do crédito sobre o PIB – de 66,82% em 2015 para 61,22% em 2018 – em um cenário de retração do crescimento econômico e de redução geral da atuação dos bancos no sistema financeiro nacional na concessão de crédito.

Assim, após as considerações iniciais sobre os dados mais gerais observados para o Brasil, aprofunda-se, nas seções a seguir, a contextualização sobre cada um dos períodos.

2.1.1 REFORMAS FINANCEIRAS E O PADRÃO DE FINANCIAMENTO NOS ANOS 1960 E 1970

A estrutura do sistema financeiro brasileiro remonta, em grande medida, ao processo de reforma financeira que se consolidou a partir de meados dos anos 1960. As transformações foram propostas a partir do diagnóstico de que um dos principais obstáculos ao desenvolvimento econômico brasileiro relacionava-se à inexistência de mecanismos apropriados de intermediação financeira, o que implicava em reduzidos níveis de poupança interna e que, por consequência, induziam ao recurso de

financiamento inflacionário. Outro aspecto importante do diagnóstico era que o país apresentava uma carência estrutural de poupança interna, de modo que, mesmo com a reorganização do sistema financeiro doméstico, a oferta de fundos deveria ser suplementada por recursos externos[23](TAVARES, 1998).

Tavares (1998) observa que a estrutura creditícia e de financiamento da economia brasileira se revelava inadequada diante das necessidades de expansão dos novos setores industriais, problema que se manifestou de forma aguda, sobretudo a partir da etapa expansiva, que se desenvolveu em meados dos anos 1950, no âmbito do Plano de Metas, o que exigiu do sistema financeiro nacional a criação de novas formas de crédito e de intermediação financeira.

Dessa forma, as reformas financeiras tiveram o objetivo[24] explícito de estruturar o sistema financeiro brasileiro, por meio da constituição de instituições, instrumentos financeiros e regras de operação que fossem capazes de desenvolver o financiamento de longo prazo, de modo a sustentar o processo de industrialização à época. As reformas financeiras realizadas no Brasil nos anos 1960 tiveram com o objetivo o desenvolvimento de um modelo de sistema financeiro do tipo *capital market based system* – taxonomia desenvolvida por Zysman (1983) - à semelhança do modelo existente nos Estados Unidos, de caráter segmentado e tendo na figura dos bancos de investimento e outras instituições do mercado de capitais as principais fontes de financiamento de longo prazo da economia.

As reformas do sistema financeiro nacional tiveram como principais dispositivos legais os seguintes documentos: a) Lei 4.595/1964, que instituiu a reforma bancária e estabeleceu a criação do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional; b) Lei 4.380/1964, que criou o Sistema Financeiro da Habitação (SFH); c) Lei 4728/1965, que definiu a reforma do mercado de capitais.

Enquanto o Conselho Monetário Nacional seria o órgão normativo máximo do sistema financeiro, cabendo a esta instituição o estabelecimento das metas de evolução dos meios de pagamento e do crédito, caberia ao Banco Central se constituir – em

[23] Essa visão se mostraria equivocada no primeiro ciclo de crescimento da economia brasileira pós-reformas, no período 1968/1973. Entre 1969 e 1973, o ingresso líquido de capital externo (considerando investimentos diretos e empréstimos em moeda) somou US$ 8,6 bilhões – um resultado significativo, face ao ingresso inferior a US$ 700 milhões, ao longo de todo o período 1960/1968. No entanto, desse montante, apenas US$ 2,4 bilhões financiaram, de alguma forma, o crescimento econômico, e US$ 6,2 bilhões tornaram-se acúmulo de reservas no Banco Central (CRUZ, 1983).

[24] Em adicional, as reformas dos anos 1960 buscaram a ampliação do grau de abertura da economia ao capital externo, visto como um recurso capaz de contribuir para o aumento da concorrência e eficiência do sistema financeiro.

contraposição à postura da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) – como uma autoridade monetária robusta e independente, responsável pela formulação, gerenciamento da política monetária e fiscalização do sistema financeiro.

A Lei 4.728/1965, entre outros dispositivos, regulamentou as atividades das bolsas de valores, criou incentivos fiscais para a emissão e aquisição de ações e debêntures e definiu as funções dos bancos de investimentos. Entre outras medidas adotadas pelas reformas, destaca-se a instituição da correção monetária e do mercado de dívida pública, com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), objetivando a regularização de contratos e a ampliação da intermediação financeira em um contexto inflacionário, além de criar uma alternativa de financiamento não inflacionário para o déficit público. Outra medida implementada foi a operacionalização de mecanismos de captação de empréstimos em moeda estrangeira, viabilizando-se, assim, formas de acesso ao crédito externo para empresas não financeiras e empresas financeiras, por meio, respectivamente, da Lei 4.131/1962 e da Resolução n° 63/1967 do Conselho Monetário Nacional.

A opção por uma reforma que promovesse a segmentação de funções bancárias representou uma decorrência do entendimento do governo à época sobre os impactos negativos exercidos pela existência de uma concentração bancária. De acordo com este raciocínio, o reduzido grau relativo de concorrência entre as instituições financeiras representava um dos fatores responsáveis pela má remuneração dos poupadores e pelo alto custo do dinheiro.

Ao analisar o discurso oficial da época, Corrêa (1995) observa que a defesa da segmentação bancária, seguida pelo crescimento do número de instituições, contribuiria para fomentar uma maior concorrência no sistema financeiro. Neste novo modelo, as instituições financeiras seriam obrigadas a estabelecer uma postura ativa no processo de oferta de crédito, concorrendo com os diversos segmentos do mercado, oferecendo, portanto, uma melhor remuneração e cobrando taxas menores para seus financiamentos.

Na concepção original proposta pelas reformas, caberia aos bancos comerciais o financiamento do crédito ao consumidor e o crédito de curto prazo para as firmas, na forma de capital de giro com desconto de duplicatas - usando como fundos os depósitos à vista; às companhias financeiras - depois denominadas Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento – caberia o financiamento do capital instrumental das

empresas, com base nas letras de câmbio[25]; ao Sistema Financeiro da Habitação – sob a centralidade do Banco Nacional da Habitação (BNH) - o financiamento do crédito imobiliário, por meio das Associações de Poupança e Empréstimo e Sociedades de Crédito Imobiliário, tendo como fontes de captação as cadernetas de poupança e as letras imobiliárias; aos bancos de investimento, também criados na época, o financiamento do investimento de longo prazo via emissão de certificados de depósitos, além de repasses de recursos externos; ao mercado de capitais, por meio da atuação de corretoras e distribuidoras de valores, a capitalização das empresas via lançamento de ações e debêntures; e, por fim, ao mercado de títulos, o financiamento do déficit público na forma de títulos públicos[26].

No entanto, o sistema que resultou das reformas foi muito menos segmentado do que o concebido originalmente, com a formação de vários conglomerados financeiros, normalmente sob a liderança de um banco comercial, englobando outras instituições[27] especializadas em um segmento de mercado. Estes conglomerados passaram a desenvolver mecanismos, por meio da administração de tesouraria, que o transformavam, na prática, em uma única empresa, a despeito das restrições legais.

Concomitante com a conglomeração financeira observada, as reformas resultaram na criação de um conjunto de instituições financeiras não monetárias, com importante participação no total do crédito no Brasil, acompanhado de um expressivo crescimento dos ativos financeiros não monetários, como as cadernetas de poupança, Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), letras de câmbio, depósitos a prazo fixo (TAVARES, 1998).

O desvio do sistema financeiro brasileiro em relação às reformas da década anterior diz respeito à organização do mercado, que não se aproximou do modelo competitivo. Em face do elevado grau de concentração do setor financeiro à época, sob a hegemonia dos bancos comerciais, grande parte das instituições surgidas nesse

[25] Na prática, as letras de câmbio passariam a financiar o consumo de bens duráveis das famílias (STUDART E HERMANN, 2001).

[26] Segundo Tavares (1998), o florescimento dessas novas instituições e a viabilidade dos recém-criados instrumentos de mobilização financeira exigiam taxas de juros positivas, o que se tornara problemático diante das taxas de inflação cronicamente elevadas. Coube à política econômica a instituição do artifício da correção monetária para proteger os títulos do efeito da inflação. Isso permitiu a regularização das operações de dívida pública através das ORTN. Posteriormente, com a criação das LTN e sua negociação em mercado aberto, criou-se um instrumento financeiro que se pretendia eficiente não só para financiar eventuais posições deficitárias do Tesouro, mas também para administrar a liquidez da economia, ao lado dos mecanismos convencionais.

[27] Bancos de Investimentos, Financeiras, Sociedades de Crédito Imobiliário, empresas de *leasing*, distribuidoras e corretoras de valores, companhias de seguros.

período foi aberta pelos bancos já existentes ou foi, mais tarde, incorporada a eles (TAVARES, 1979).

Do ponto de vista do financiamento das grandes empresas privadas que lideraram o crescimento industrial no Brasil, Cruz (1993) destaca duas fontes básicas para a expansão de seus investimentos nas décadas de 1960 e 1970: o autofinanciamento e o acesso a capitais do exterior[28]. A capacidade de autofinanciamento demonstrado pelas grandes empresas industriais esteve fortemente associada às estruturas de mercado. Os recursos do exterior representaram, por sua vez, uma fonte complementar significativa para as empresas de capital estrangeiro, sob a forma de capital de risco, de financiamento às importações e de empréstimos em moeda, à revelia do desenvolvimento do mercado de capitais ou de outros mecanismos de financiamento de longo prazo.

A grande disponibilidade de recursos no mercado financeiro internacional[29], a partir dos anos 1970, e as taxas de juros inicialmente negativas em termos reais pareciam suprir a carência interna de fundos de longo prazo. Ao mesmo tempo, garantia a cobertura do déficit no balanço de transações correntes do país e até mesmo o acúmulo de reservas cambiais (COSTA E DEOS, 2002).

Tavares (1998) organizou a evolução do ciclo de crédito no período pós-reformas em quatro períodos. A primeira etapa (1964-1967), em função da inexistência de dados mais robustos e da modificação da sistemática das contas nacionais, apresentaria dificuldade de análise mais aprofundada.

O segundo período (1967-1970) – denominada etapa de recuperação – relevou taxas de crescimento significativas principalmente no Sistema Financeiro da Habitação, na atividade dos bancos de investimentos e no volume de crédito concedido pelas financeiras para a reativação e aceleração da demanda de bens duráveis de consumo. Cabe destacar também a atuação do Banco do Brasil como instrumento decisivo para a recuperação econômica geral, com suas faixas especiais de crédito agrícola tendo sido

[28] Durante o milagre econômico, de 1966 a 1974, os empréstimos ao setor privado evoluíram mais de 600% em termos reais. No entanto, foi a entrada líquida de capitais externos até 1981, via empréstimos em moeda, a principal modalidade de financiamento de longo prazo encontrada pela economia brasileira. Nos anos 1970, a entrada de recursos externos por meio da Lei 4.131/1962 (captação direta no exterior) e da Resolução 63 do Banco Central (captação externa através da intermediação de um banco brasileiro) foi, em média, equivalente a duas vezes o total dos créditos gerados a partir de fontes internas tradicionais de financiamentos de longo prazo (MENDES, 1993).

[29] As mudanças em curso nas atividades dos bancos do capitalismo central, com o desenvolvimento do euromercado e a internacionalização das operações de crédito, acompanhadas internamente por medidas de estímulo ao endividamento externo, só faziam por reforçar o segundo termo do binômio autofinanciamento - recursos do exterior. (CRUZ, 1994).

responsáveis por uma considerável expansão na fronteira agrícola e pela modernização da agricultura do Centro-Sul. (TAVARES, 1998).

A partir do terceiro período (1970-1973), o setor privado realizou massas de lucros consideráveis: a taxa de autofinanciamento das grandes empresas cresceu e pequenas e médias empresas se encontraram em posição lucrativa e com acesso a crédito do setor privado bancário. As grandes empresas públicas também tiveram um período de autonomia financeira em função de lucros próprios e do acesso a fontes externas que se desvinculou do BNDES[30].

Os bancos de investimento expandiram o seu crédito no auge do ciclo a um ritmo semelhante ao das financeiras, a uma taxa média de 50% ao ano. Assim, esses dois subsistemas, supostamente especializados, transformaram-se na principal fonte de financiamento de capital de giro[31] do país e no principal instrumento de endividamento das empresas e das famílias (TAVARES, 1998).

A quarta etapa, que se iniciou a partir de 1974, reverteu a tendência observada no período anterior, com a queda de empréstimos de financeiras – em função do quadro recessivo das indústrias produtoras de bens duráveis de consumo – queda na expansão do capital de giro e da atividade dos bancos de investimentos – em face da diminuição de produção de insumos e de bens de consumos não duráveis.

A manutenção da taxa de investimento nas indústrias pesadas e de bens de capital fez com que o BNDES experimentasse a maior elevação dos seus financiamentos desde a implementação das reformas dos anos 1960. O crescimento das operações de crédito destinou-se, sobretudo, ao setor privado produtor de bens de capital. Ainda além, o Sistema Financeiro da Habitação manteve, desde o período do auge até o período de desaceleração, taxa considerável de expansão de financiamentos, o que deu sustentação à indústria da construção civil, funcionando como o único

[30] A desvinculação financeira das entidades públicas em relação aos recursos do BNDES, promovida pelos governos militares, esteve associada, num primeiro momento, à política de realismo tarifário que proporcionou, durante um breve intervalo de tempo, elevados coeficientes de autofinanciamento dos investimentos. Com efeito, estudos sobre o comportamento das empresas públicas federais mostram que as políticas de preços e tarifas exercidas no auge do *boom* expansivo do início dos anos 1970 permitiram gerar fundos internos capazes de financiar parcelas expressivas do gasto em capital fixo. O apogeu desse processo deu-se em 1973, quando o coeficiente de autofinanciamento se aproximou da marca dos 90% (WERNECK, 1990 *apud* CRUZ, 1993).

[31] Os bancos de investimentos não desempenharam o papel que a reforma financeira lhes atribuíra, de financiar os investimentos de longo prazo, por falta de *funding* adequado. Os CDBs privados não conseguiram grande colocação no mercado, para captação de depósitos a prazo, porque a preferência dos investidores, em uma situação de inflação e juros em queda, era aplicar em letras de câmbio com taxas de juros prefixadas (COSTA E DEOS, 2002).

componente privado anticíclico do período de desaceleração, juntamente com o investimento estatal (TAVARES, 1998).

No entanto, a partir de meados dos anos 1970, a crise de crédito aprofundou-se continuamente e de forma generalizada. Em função do agravamento do processo de aceleração inflacionária, intensificou-se a perda de capacidade de pagamento das unidades familiares de classe média, bem como a insolvência crescente de grupos imobiliários, o que culminou com a intervenção do governo no sentido de restringir a expansão de novos financiamentos[32]. O próprio BNDES, apesar da abundância de fundos, não conseguiu manter o ritmo de aplicações observado no período dos grandes projetos públicos entre 1973 e 1976 (TAVARES, 1998).

Em resumo, no que diz respeito ao padrão de financiamento vigente nos anos 1960 e 1970, destaca-se a persistência de lacunas do crédito doméstico de longo prazo para o investimento industrial, restrito ao sistema BNDES. Em adicional, não se observou o desenvolvimento do mercado de financiamento de longo prazo por parte dos bancos de investimento privados, que foi um dos objetivos das reformas financeiras realizadas na década de 1960 (COSTA E DEOS, 2002).

O problema de liquidez real declinante e a crise de crédito provocada pela falta de crescimento da economia revestiu o sistema financeiro brasileiro de características peculiares. A armadilha da liquidez típica de crises tornou-se um mecanismo particularmente perverso de aceleração inflacionária, endividamento forçado e especulação (TAVARES, 1998).

Na concepção de Tavares (1998), as reformas dos anos 1960 permitiram o estabelecimento de duas formas de dinheiro. O dinheiro de curso forçado – o papel-moeda e depósitos à vista – e o chamado dinheiro financeiro, que cumpriu em forma separada as demais funções do dinheiro, a partir da aplicação indiscriminada do instituto da correção monetária.

O crédito tornou-se particularmente ampliado no ciclo de expansão, bem como particularmente escasso nos ciclos de crise que se sucederam. Essa particularidade derivou do fato de que enquanto na órbita financeira havia excesso de dinheiro alocado em instrumentos de financiamento da dívida pública, na economia real o cenário era de

[32] Os saldos não utilizáveis da Caixa Econômica Federal e do Sistema Financeiro da Habitação, à medida que se produziu a desaceleração da construção residencial, passaram a ser aplicados em ORTN, para garantir contra a desvalorização o montante de fundos compulsórios e de poupanças voluntárias.

escassez de meios de pagamentos para liquidar operações e refazer dívidas dos agentes da economia (TAVARES, 1998).

Nas palavras de Tavares (1998), esse modo específico de operação do sistema financeiro nacional acabou por se traduzir em um mecanismo absolutamente distorcido, ao fomentar a especulação, recortar arbitrariamente o crédito corrente e penalizar o investimento produtivo, cujo horizonte de cálculo desapareceu com a preferência pela liquidez sancionada pelo próprio efeito da política monetária, característica esta que se tornou ainda mais evidente na década de 1980.

Portanto, observa-se que nas décadas de 1960 e 1970, a expansão do crédito foi insuficiente, sendo fortemente dependente de fontes oficiais internas, bem como recursos externos. Ademais, os bancos passaram a explorar de forma intensa o instituto da correção monetária, de modo a orientar a alocação de riqueza para ativos de elevada liquidez.

2.1.2. BANCOS E REAJUSTE PATRIMONIAL NOS ANOS 1980

O fortalecimento e a capitalização dos bancos privados ao longo da década de 1970 não resultaram no desenvolvimento de um sistema de crédito privado de longo prazo no Brasil. Além das razões já apontadas, os entraves às operações de longo prazo se acentuaram nos anos 1980, diante da aceleração inflacionária, de diversas tentativas sem sucesso de estabilização e do quadro de profundo desequilíbrio macroeconômico do período, derivado de vários fatores.

Primeiramente, pela rígida restrição externa, provocada por dois choques do petróleo e pelo aumento da taxa de juros norte-americana entre 1979 e 1982, quando o Brasil exibia elevado grau de endividamento em dólares. Além disso, deve-se considerar o agudo processo de deterioração financeira do setor público, oriundo, em grande parte, do contexto inflacionário e da restrição externa – além da maior parcela da dívida externa brasileira nos anos 1970 ter sido contraída pelas empresas estatais, mediante aval do Tesouro Nacional, houve, no período posterior a 1982, a absorção de parcela significativa do endividamento externo privado por meio de operações especiais (STUDART, 1995).

Almeida (1994) observa que os responsáveis pela condução da política econômica julgavam que, em sendo preservada a estrutura empresarial privada e restaurado o equilíbrio corrente das contas externas, estariam repostas as condições para

que a economia voltasse a crescer. Pensava-se ser possível enfrentar uma grave crise de financiamento, alterar profundamente o valor externo da moeda nacional e a composição dos mercados sem violar critérios e padrões de avaliação que regulavam o risco e as expectativas na economia. No entanto, a demonstração mais cabal de que a política de ajuste deixou marcas muito mais profundas na economia é que a despeito da preservação do setor privado na recessão, de seu reajuste patrimonial, além do reequilíbrio na conta corrente do balanço de pagamentos, a economia brasileira entrou em crescente instabilidade e indeterminação de sua trajetória.

A crise da dívida externa trouxe importantes consequências para a economia brasileira. A interrupção do fluxo voluntário de empréstimos em moeda provocou o estrangulamento cambial do país e impôs um intenso processo de ajustamento do setor externo. A recessão resultou da dimensão cambial da crise da dívida e da busca de saldos positivos no comércio exterior. A partir de então, a economia brasileira ingressou em uma nova fase cujas características fundamentais foram a geração de significativos saldos comerciais, a semi-estagnação e uma profunda instabilidade macroeconômica (CARNEIRO, 1991; FRENKEL, 1991; CEDES, 1991; TAVARES, 1993, *apud* CRUZ, 1993).

A política de ajuste determinou uma crise de crédito, obrigando o setor privado a reduzir subitamente o volume do crédito contratado - e não apenas a conter a demanda de novos financiamentos. No Brasil, a relação entre os bancos e as empresas tomadoras de recursos sempre se pautou no crédito de curto prazo. Isto era o que permitia o curso da acumulação produtiva, mesmo sendo limitadas as disponibilidades de fontes adequadas para a capitalização das empresas e de financiamento de longo prazo. O sobre endividamento de curto prazo amparava o financiamento da acumulação com recursos próprios das empresas, complementados pelas fontes oficiais de crédito como o BNDES.

Para Almeida (1994), o ajuste rompeu este padrão de relacionamento por dois motivos: primeiramente, devido à instabilidade provocada nas taxas e indexadores, uma vez que esta instabilidade poderia afetar as condições de pagamento da dívida passada, vale dizer, do estoque do crédito já contratado. Ou seja, de um momento para o outro uma empresa poderia tornar-se insolvente ou debilitar-se financeiramente, desencadeando um processo de fragilização.

O outro fator de crise foi a contração drástica do crédito doméstico. Inseriu-se, assim, um risco adicional para as empresas, diante da possibilidade da não renovação do

crédito de curto prazo que financiava suas posições em ativos. Esta ruptura do *finance* concorreu não somente para a retração das decisões quanto à formação de novos ativos, mas também levou as empresas a buscarem recompor sua liquidez interna para transitar da cobertura de liquidez provida pelos bancos para a autossuficiência. (ALMEIDA, 1994).

Como consequência desse cenário, pode-se falar, inicialmente, do aumento da participação dos títulos públicos, sobretudo de curto prazo, na composição de carteira de ativos das empresas e famílias, refletindo as frequentes operações de refinanciamento da dívida pública brasileira, que cresceram rapidamente em função dos motivos expostos e pela política monetária restritiva que passou a caracterizar o período, o que teve, por consequência, a forte redução relativa das operações de crédito.

Segundo Almeida (1994), a estratégia governamental permitiu uma progressiva redução dos prazos das aplicações financeiras e, por consequência, dos títulos públicos, o que, por outro lado, viabilizou que as emissões de depósitos por parte dos bancos também apresentassem uma forte redução de prazos. Desenvolveu-se também o aperfeiçoamento dos títulos públicos de base à emissão da moeda indexada, bem como o desenvolvimento de mecanismos de indexação diária da economia. Assim, ao aceitar a regularização da intermediação do "dinheiro financeiro", permitir a redução de prazos e assegurar liquidez e indexação diárias, a gestão monetária aperfeiçoou condições para a consolidação do "dinheiro financeiro" e, assim, para a existência na prática de duas moedas na economia: a moeda corrente e a chamada moeda indexada.

A moeda indexada não se originou exclusivamente de um processo deliberado de gestão monetária. De um certo ponto de vista, pode-se entender este processo como um desvirtuamento do sistema de indexação introduzido pelas reformas dos anos 1960 e que tinha como propósito regularizar os contratos e permitir a ampliação da intermediação financeira em uma cenário de inflação crônica. Mas, por outro lado, foi a própria concorrência privada que requereu o "dinheiro financeiro" de emissão ou de garantia do setor público. A incerteza tendia a afastar de suas decisões o investimento, enquanto o risco de perda patrimonial devido a movimentos imprevistos nas cotações, taxas de juros e indexadores desaconselhava a acumulação de títulos negociáveis nos mercados de risco e aplicação a juros de médio e longo prazos em seus portfólios. Do ponto de vista dos bancos, a existência de títulos públicos que assegurassem liquidez e rentabilidade preenchiam duas condições para uma operação lucrativa e segura: primeiro, os títulos públicos podiam substituir os títulos relativos a dívidas das

empresas[33] mais sólidas, como aplicações de menor risco. Em segundo lugar, os títulos indexados e de alta liquidez de emissão do governo possibilitavam que o sistema bancário atendesse ao encurtamento dos prazos exigidos pelos aplicadores e viabilizavam a absorção do imposto inflacionário pelos bancos.

A dívida pública passou então a ser a base da renda bancária: na intermediação do dinheiro financeiro - que substituiu a função bancária da intermediação financeira - e na absorção do imposto inflacionário. Os títulos de dívida pública deixaram de ser um mecanismo de financiamento do setor público para servirem de lastro à "moeda indexada", além de base à arbitragem entre dinheiro velho e dinheiro financeiro, exercida por quem gerava ou tinha acesso privilegiado à liquidez, no caso, os bancos, grandes empresas e exportadores (ALMEIDA, 1994).

A “ciranda financeira” que se estabeleceu com a dívida pública se converteu em um mecanismo funcional para o governo, as instituições financeiras e o próprio setor produtivo privado: o primeiro rolava seus débitos; o segundo fugia do risco privado, crescente em um momento de recessão, para o risco soberano; e o setor produtivo encontrava não só uma forma de preservar o valor real de sua riqueza líquida, como também uma alternativa de aplicação de seus ganhos e lucros, dada a impossibilidade de transformá-los em novos investimentos em um contexto de recessão, queda dos rendimentos e redução do emprego e renda. Em síntese, na ciranda financeira articularam-se a necessidade do governo em girar seu endividamento com a preferência pela liquidez do setor produtivo que, assombrado com o estado das expectativas, deixou de investir (BELLUZZO E ALMEIDA, 2002).

Nesse sentido, esse mecanismo fez com que os bancos reduzissem sua participação enquanto agentes provedores de crédito, na medida em que foram constituídos instrumentos financeiros que garantiram rentabilidade e liquidez aos bancos.

A partir de meados dos anos 1980, os conglomerados financeiros constituídos nos anos 1970 deram lugar à formação de grandes grupos econômicos sob a liderança dos mesmos bancos que, até então, encabeçavam esses conglomerados. As relações de propriedade entre grandes bancos e empresas não financeiras contribuíram para fortalecer as estatísticas e a prática de autofinanciamento no Brasil, reforçando, por conseguinte, a tendência à desintermediação financeira. Assim, no Brasil, ao contrário

[33] A liquidez que a grande empresa acumulou ao longo do ajustamento e nos anos seguintes, lhe permitiu transitar da condição de devedora para a de credora líquida do sistema financeiro.

do observado em sistemas financeiros mais desenvolvidos, a desintermediação não teve como contrapartida a expansão do mercado de capitais, mas sim a do autofinanciamento (STUDART E HERMANN, 2001).

Durante a década de 1980, em um contexto de ruptura do acesso a fontes externas de crédito, o governo permaneceu como o único ofertante doméstico de crédito de longo prazo para a indústria e o setor de infraestrutura – por intermédio, principalmente, do BNDES. Em adicional, a participação elevada de aplicações em títulos públicos como opção de alocação de riqueza por parte das instituições financeiras se intensificou, sobretudo em função do fortalecimento do processo inflacionário no Brasil e da busca pela não deterioração patrimonial dessas instituições, ao contrário do aumento das operações de crédito.

2.1.3. ABERTURA FINANCEIRA E REFORMAS INSTITUCIONAIS: O CONTEXTO DOS ANOS 1990

Os países periféricos enfrentaram, desde a segunda metade dos anos 1980, uma pressão crescente para a liberalização dos sistemas financeiros domésticos e para a adesão à livre mobilidade dos capitais, como parte do processo de globalização financeira em curso nos países centrais.

De acordo com Prates e Freitas (2001), a abertura externa dos sistemas financeiros dos países periféricos – tanto em função da eliminação das barreiras ao ingresso de investimentos estrangeiros de portfólio quanto à entrada de instituições financeiras estrangeiras mediante a aquisição do controle acionário de instituições locais e/ou instalação de subsidiárias – resultou da ação em conjunto de organismos multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, que defendiam a abertura como forma de fortalecimento dos sistemas financeiros domésticos, tornando-os menos sujeitos a crises, e para dinamizar e aprofundar os mercados financeiros, sobretudo o mercado de capitais, que, até então, permaneciam bastante incipiente.

Dessa forma, ainda que nos anos 1990 se consolidassem algumas tendências observadas desde meados dos anos 1970 no sistema financeiro brasileiro – especialmente no que tange ao processo de conglomeração – houve significativas transformações em função de mudanças associadas ao ambiente regulatório e macroeconômico.

No campo da regulamentação, destacaram-se a reforma bancária em 1988, a abertura financeira externa[34], a redução das restrições à atuação de investidores institucionais[35] ao longo dos anos 1990 e os programas de reestruturação do setor bancário, abrangendo desde a privatização de bancos estaduais ao saneamento patrimonial de bancos federais. Do ponto de vista macroeconômico, a estabilidade de preços e a submissão da política de juros à política cambial também influenciam a alocação de portfólio de grande parte dos investidores e a estratégia dos intermediários financeiros.

Em 1988, por resolução do Conselho Monetário Nacional, foi criada a figura dos bancos múltiplos. Desde então, aquelas instituições que assim o desejassem poderiam reunir as várias empresas de um conglomerado financeiro em uma única pessoa jurídica. Essa alteração, que marcou um movimento inverso ao das reformas dos anos 1960, orientadas sob a égide da segmentação, foi importante para alterar a forma de organização das instituições, embora tenha sido pequeno o impacto sobre sua maneira de atuar porque, na verdade, já operavam como autênticos bancos múltiplos (MENDES, 1993).

Outro item da reforma bancária foi que o Banco Central passou a ser o responsável pela autorização do funcionamento dos bancos. Até a Constituição de 1988, cada instituição era obrigada a deter uma carta patente para ter o seu funcionamento autorizado. Com a supressão dessa obrigação, houve a redução de barreiras para a entrada de novos bancos no sistema financeiro.

Em consonância com o Acordo de Basiléia, o Banco Central editou a Resolução 2.099/1994, estabelecendo limites mínimos de capital para a constituição de um banco, além de limites adicionais que variavam de acordo com o grau de risco dos ativos[36].

---

[34] A liberalização da conta de capital no Brasil se acelerou significativamente em fins dos anos 1980, quando o governo passou a adotar uma série de medidas que revogaram e eliminaram proibições, restrições e barreiras ao capital estrangeiro. A liberalização gradual da conta de capital no início da década de 1990, associada à política de juros elevados e à abundância crescente de liquidez internacional, acabou por gerar o retorno dos fluxos de capital privado para o país a partir de 1992, quando, também, o país assinou novo acordo junto a credores externos, nos moldes do Plano Brady. Além de reestruturar os pagamentos de juros e principal devidos, esse plano possibilitou a securitização da dívida de países latino-americanos e sua consequente negociação em mercados secundários. O Brasil voltou a acumular reservas e tornar-se, novamente, um importador líquido de capital.

[35] Os fundos de investimento foram criados no início dos anos 1990 e, no período de alta inflação, cumpriam a função de preservar poder de compra dos depósitos à vista, então convertidos em aplicações, muitas vezes automáticas, em fundos. Eram aplicações de curtíssimo prazo, que não se diferenciavam dos depósitos à vista e serviam basicamente à rolagem diária da dívida mobiliária pública.

[36] No caso dos bancos múltiplos, o somatório dos valores correspondentes das carteiras foi reduzido em 20%. Para as instituições estrangeiras, o limite mínimo de capital seria 100% superior ao limite fixado para as instituições nacionais (exigência abolida em novembro de 1995).

Além disso, as instituições financeiras deveriam manter um nível mínimo de patrimônio líquido ajustado correspondente a 8% dos ativos ponderados pelo risco[37].

A estabilidade de preços, a partir de 1994, teve profundas consequências para o funcionamento do sistema bancário e dos bancos múltiplos, em particular. Primeiramente, os bancos perderam uma substancial fonte de recursos, representada pelas transferências inflacionárias, geradas pelo significativo *spread* nominal entre taxas passivas e ativas em uma ambiente de alta inflação - receitas de *floating*[38]. Em segundo lugar, houve redirecionamento dos ativos dos bancos no sentido da expansão de crédito ao setor privado, especialmente o crédito ao consumidor e comercial (Tabela 2.1).

TABELA 2.1.
Fontes de Receitas – 40 Maiores Bancos do Sistema Financeiro Nacional
Em U$$ bilhões

	1993		1994		1995	
	U$$ bi	%	U$$ bi	%	U$$ bi	%
Operações de Crédito	10,4	29,7	22,6	36,2	48,4	55,4
Floating	9,1	26,0	9,7	15,5	0,8	0,9
Títulos e Valores Mobiliários	5,6	16,0	17,0	27,2	16,6	19,0
Outros	9,9	28,3	13,1	21,0	21,6	24,7
TOTAL	35,0	100,0	62,4	100,0	87,4	100,0

Fonte: Carvalho (1995) *apud* Freitas (1997)

Isto posto, a introdução do Plano Real desencadeou modificações significativas no perfil institucional do sistema financeiro brasileiro e, em particular, do sistema bancário, não apenas em razão da alteração profunda no ambiente macroeconômico, como também em função de explicitar desequilíbrios operacionais e patrimoniais[39],

[37] Ativos como caixa, reservas junto à autoridade monetária, títulos públicos federais e reservas em moeda estrangeira depositadas no Banco Central passaram a ter risco zero. Os depósitos bancários de livre movimentação mantidos em bancos, aplicações em ouro, disponibilidades em moeda estrangeira e créditos tributários foram classificados como de risco de 20%, enquanto os títulos estaduais e municipais e aplicações no interbancário, como de risco de 50%. Finalmente, os riscos das operações de empréstimo e financiamento, aplicações em ações, debêntures, obrigações da Eletrobrás, operações vinculadas a bolsa de valores, de mercadorias e futuros foram fixados em 100%.

[38] Os ganhos inflacionários referem-se às receitas obtidas pelos bancos como resultado da corrosão pela inflação, dos valores reais dos recursos de terceiros neles depositados, sem remuneração ou remunerados abaixo da inflação. As receitas de *float*, presentes mesmo com inflação zero, referem-se ao rendimento adicional gerado pelos recursos não remunerados, ao serem aplicados pelos bancos. Para maiores detalhes, ver Carvalho (1995).

[39] Algumas instituições, sobretudo as de pequeno porte, revelaram-se economicamente viáveis somente no contexto inflacionário, dado que o ganho fácil derivado do giro do dinheiro no contexto de inflação elevada camuflava a existência de custos elevados. Com a redução da inflação, os bancos perderam acesso a esses ganhos e viram, igualmente, diminuir suas receitas de *floating* (FREITAS, 1997).

anteriormente ocultados pela alta inflação, o que modificou as perspectivas imediatas e as estratégias de concorrência das instituições bancárias (FREITAS, 2007).

A partir da implantação do Plano Real, as reformas empreendidas na área financeira tiveram, principalmente, a finalidade de fortalecer e reestruturar o sistema financeiro nacional. Até então, não havia um arcabouço institucional que prevenisse o sistema contra os riscos de uma crise financeira[40].

O estado de confiança criado pela expectativa de estabilização dos preços levou consumidores, sobretudo os de renda mais baixa, a ampliar a demanda por bens de consumo duráveis, devido ao aumento real e a preservação do poder de compra dos salários associados à queda da inflação. A expansão da demanda por bens de consumo duráveis desencadeou o crescimento da demanda por crédito dos setores comercial e industrial. Em adicional, a ampliação do grau de abertura financeira e as condições internacionais de liquidez passaram a viabilizar o acesso dos agentes financeiros domésticos ao *funding* externo, favorecendo a expansão dos empréstimos (CINTRA, 2006).

Em adicional, as sucessivas elevações dos percentuais do depósito compulsório e da taxa de juros – principais medidas de política monetária adotadas após a estabilização como forma de conter a expansão da demanda agregada – promoveram o aumento do nível de inadimplência e, por consequência, contribuíram para aprofundar a fragilidade de inúmeras instituições bancárias. A queda da liquidez foi agravada pela contração das operações interbancárias por parte dos grandes bancos varejistas, que preferiam destinar parcela ainda maior de seus recursos excedentes para o mercado de títulos públicos em detrimento do mercado interbancário, o que dificultou sobremaneira o financiamento dos bancos de menor porte[41] (FREITAS, 1997).

Para impedir uma crise bancária sistêmica, o governo estabeleceu um conjunto de medidas voltadas para a reestruturação e o fortalecimento do sistema financeiro nacional. Por meio da Medida Provisória 1.179/1995, foi instituído o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

[40] A atuação do Banco Central para socorrer as instituições se dava mais em caráter emergencial, utilizando recursos da reserva monetária, que contava com parte da arrecadação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)

[41] Esse movimento resultou em graves dificuldades para algumas instituições. Inicialmente, os pequenos bancos e aqueles criados a partir de instituições financeiras não bancárias foram os mais atingidos. Não tinham estrutura para operar em um ambiente não inflacionário. Todavia, a insegurança do público na solidez do setor bancário e, no mercado interbancário, provocou aumento na aversão ao risco, desencadeando um "empoçamento da liquidez", com bancos deficitários encontrando restrições para obter financiamentos (FREITAS, 1999).

(PROER), com o propósito de assegurar a liquidez e a solvência do sistema financeiro. O programa contemplou a criação de uma linha especial de assistência financeira[42] destinada a financiar reorganizações administrativas, operacionais e societárias de instituições financeiras que resultassem na transferência de controle ou na modificação de objeto social para finalidades não privativas de instituições financeiras.

Pelo PROER, os ativos e passivos recuperáveis das instituições insolventes seriam transferidos para outras instituições, enquanto os débitos irrecuperáveis seriam absorvidos pelo Banco Central, que também financiava a absorção pelos bancos adquirentes da parcela recuperável da carteira da instituição insolvente. Como modalidade de empréstimo de última instância, o PROER cumpriu um papel importante, ao diminuir a vulnerabilidade do sistema financeiro na transição para o quadro macroeconômico de baixa inflação. Porém, criado às pressas sob a alegação de ameaça de crise sistêmica, o PROER mostrou-se, na prática, um mecanismo de socialização de perdas privadas, uma vez que não havia no programa nenhum dispositivo que impunha aos bancos a obrigação de assumir os chamados "ativos podres"[43] (FREITAS, 1999).

Outro aspecto controverso do PROER, na visão de Freitas (1999), foi relacionado à aceitação, por parte do Banco Central, de papeis desvalorizados no mercado pelo seu valor de face, como colateral na concessão de empréstimos especiais. Esse expediente de superestimação do valor efetivo de ativos representou ônus adicionais ao setor público em função da não cobertura do custo efetivo da linha de credito concedida aos colaterais.

Por meio da Resolução 2.211/1995, o Banco Central regulamentou o Fundo Garantidor de Crédito (FGC)[44], que estabeleceu um teto de garantia por titular para os depósitos e aplicações, nos casos de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial, falência ou reconhecimento pelo Banco Central de estado de insolvência da instituição

[42] Além disso, as instituições participantes desse programa podem diferir em até dez semestres os gastos com a reestruturação, reorganização ou modernização, além de ficar temporariamente liberadas do atendimento dos limites operacionais referentes ao Acordo da Basiléia. Os recursos seriam provenientes dos depósitos compulsórios recolhidos pelas próprias instituições integrantes do sistema financeiro, não comprometendo o orçamento fiscal.

[43] Como destaca Carvalho (1996), essa lacuna transformava o programa em uma oferta efetiva de subsídios às instituições financeiras, em vez de um benefício temporário para a recuperação institucional.

[44] Os recursos do FGC seriam provenientes do próprio sistema financeiro, com uma contribuição mensal de 0,025% do montante dos saldos das contas seguradas. O FGC seria administrado por um conselho de administração constituído de três a nove membros efetivos e igual número de suplentes, pessoas naturais residentes no país, designadas pela Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF), inclusive a que exerce o cargo de presidente.

financeira após o Plano Real. A garantia incidiria sobre os depósitos à vista, a prazo e de poupança e sobre letras de câmbio, imobiliárias e hipotecárias.

Na sequência da implementação do PROER e do FGC, os poderes de intervenção do Banco Central em instituições com problemas de insolvência e liquidez foram ampliados pela Medida Provisória 1.812/1995, que permitiu à autoridade monetária exigir das instituições com problemas, previamente à decretação de intervenção e à liquidação extrajudicial, a realização de aportes de capital ou a transferência do controle acionário (FREITAS, 1999).

Na discussão sobre a natureza do ajuste do sistema bancário brasileiro, predominou a visão do governo à época de que o número de instituições era excessivo, em consequência da reforma bancária de 1988, e que deveria ser reduzido mediante a absorção das instituições mais vulneráveis por aquelas mais aptas a funcionar em um ambiente de estabilidade econômica. Desta maneira, houve uma postura governamental no sentido de adotar políticas que incentivassem o processo de fusão e absorção de instituições bancárias por entidades nacionais e estrangeiras, bem como a privatização ou extinção de bancos públicos estaduais[45].

A fim de promover a redução no número de bancos na economia, o governo utilizou uma ampla gama de instrumentos de política financeira, que incluiu, dentre outros: concessão de incentivos fiscais para os gastos com reestruturação administrativa e tecnológica; linhas especiais de financiamento no âmbito do PROER; a criação de um programa de ajuste para os bancos estaduais e exigência de enquadramento das instituições financeiras aos princípios do Acordo de Basiléia.

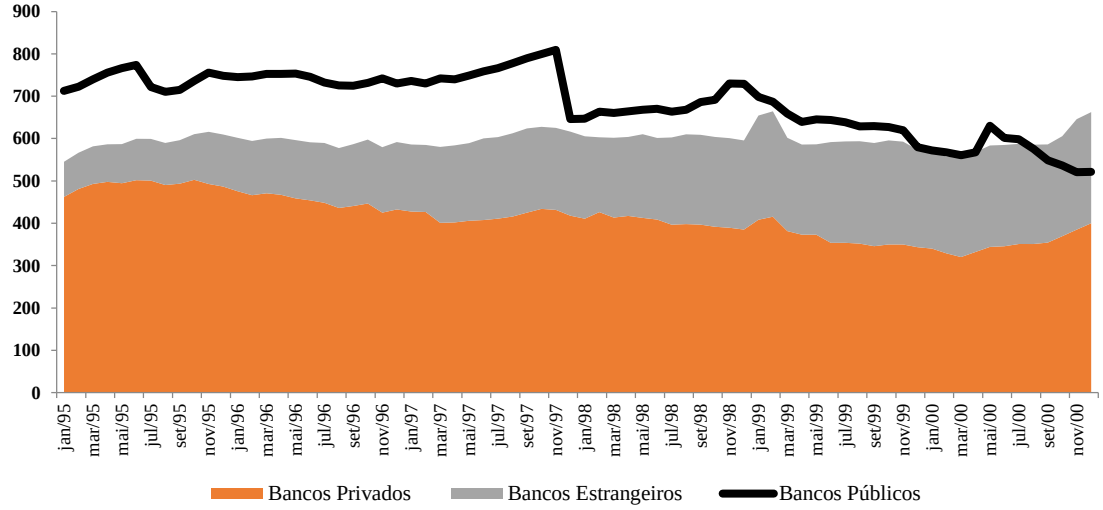
No âmbito dos bancos estaduais, foi realizado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) – Circular do Banco Central 2.742/1997 - pelo qual o Banco Central definiu as instituições financeiras, sob o controle dos estados da federação, que poderiam solicitar o apoio financeiro, e as condições de acesso aos recursos. Dos bancos estaduais existentes em 1996, dez foram extintos, seis privatizados pelos governos estaduais, sete federalizados para posterior privatização, cinco reestruturados com recursos do PROES e três não participaram (CINTRA, 2006).

[45] Em agosto de 1996, o governo federal implementou um programa de ajuste fiscal dos estados, prevendo a transferência de controle acionário dos bancos públicos estaduais, com o refinanciamento, pelo governo federal, do total das dívidas dos estados junto aos seus respectivos bancos. Além da privatização, foram oferecidas as opções de extinção e de transformação das instituições em agências de fomento (FREITAS, 1999).

Por sua vez, as instituições financeiras públicas federais foram capitalizadas por meio da Medida Provisória 2.196/2001, que instituiu o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF) o qual procurou adequar os bancos públicos a uma forma de regulamentação bancária semelhante à dos bancos privados. O objetivo dessa nova legislação era refletir padrões internacionais estabelecidos pelo Acordo de Basiléia, ao tornar os bancos públicos federais mais fortes, mais competitivos e, sobretudo, mais transparentes. Alegava-se a necessidade de impor aos bancos públicos federais a mesma disciplina a que estavam submetidos os bancos privados. A ênfase na lógica empresarial privada foi colocada no mesmo nível da suposta missão institucional de cada instituição (CINTRA, 2006).

Além das medidas citadas, o governo procurou estimular o ingresso de instituições estrangeiras no sistema financeiro nacional[46]. De acordo com o Banco Central, a entrada do capital estrangeiro no sistema financeiro doméstico ocorreu, principalmente, pelo segmento dos bancos que enfrentavam problemas patrimoniais, embora também tenha havido a venda de grandes instituições varejistas domésticas.

GRÁFICO 2.2
Sistema Financeiro Nacional
Operações de Crédito – Por Controle de Capital (1995-2000)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

[46] Legalmente, a entrada de bancos estrangeiros estava vedada pelo Artigo 192 da Constituição Federal de 1988. Entretanto, o Poder Executivo passou a utilizar brechas da legislação - Artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias - para reconhecer como de "interesse do governo brasileiro" o aumento da participação estrangeira no capital de instituições financeiras específicas.

Observa-se no Gráfico 2.2 que as instituições financeiras estrangeiras ampliaram a participação relativa no sistema financeiro nacional em termos de operações de crédito. Ao mesmo tempo, restou também o processo de redução da participação dos bancos públicos no total do sistema financeiro, sobretudo em função da privatização e/ou extinção de bancos públicos estaduais. De forma geral, o que se observa é um processo de estagnação do crédito na economia brasileira, fortemente condicionado pela retração da atuação dos bancos públicos. Vale destacar que embora tenha havido um aumento da presença da participação de instituições financeiras estrangeiras nas operações de crédito, esse processo se deu muito mais em função de um processo de aquisição de instituições privadas nacionais e de uma consequente substituição na origem do controle de capital do que propriamente por uma expansão no montante de crédito ofertado por esses bancos.

Entretanto, as alterações na estrutura bancária não dependeram apenas de ações das autoridades econômicas. A flexibilização da legislação veio ao encontro da estratégia dos bancos internacionais, que procuravam fortalecer suas posições globais, para diversificar suas fontes de receitas.

Como no Brasil não eram permitidos depósitos de não residentes em moeda estrangeira, o único instrumento de canalização de capitais externos por meio do sistema bancário foram os repasses de recursos captados pelos bancos na forma de empréstimos bancários e da emissão de títulos no exterior. As obrigações externas de curto prazo foram predominantes, sendo esses recursos direcionados para o financiamento do comércio exterior. O crescimento dessa modalidade de crédito, que foi uma operação entre instituições financeiras, esteve diretamente relacionado com a abertura comercial, pois uma parte considerável direcionou-se para o financiamento das importações (PRATES E FREITAS, 2001).

O endividamento externo dos bancos por meio de obrigações de curto prazo foi estimulado pelas possibilidades de arbitragem de juros e se direcionou, em grande parte, para aplicações em títulos públicos, principalmente em papéis indexados à variação cambial. A contribuição para o financiamento do investimento das empresas de pequeno e médio porte, que dependem do crédito bancário interno, foi marginal. Já as empresas de grande porte, que detinham acesso ao mercado internacional de capitais, optaram por emitir seus próprios títulos no exterior, diante dos menores custos envolvidos (PRATES E FREITAS, 2001).

No entanto, a ampliação da presença estrangeira no sistema bancário brasileiro não teve o impacto esperado pelas autoridades econômicas em termos da redução dos custos do crédito e dos serviços bancários ofertados à população e do alongamento dos prazos das operações de crédito como consequência da suposta maior *expertise* na administração dos riscos. Os bancos estrangeiros adotaram um comportamento semelhante ao dos bancos privados nacionais e dos estrangeiros já presentes no país.

Os bancos estrangeiros destinaram às aplicações em títulos e valores mobiliários uma parcela maior de seus recursos, sendo que o montante relativo de recursos aplicados em títulos pelos estrangeiros superou o total investido pelo sistema bancário em seu conjunto. Em termos dos passivos, observou-se a importância dos depósitos a prazo como fonte de *funding*, bem como das obrigações e repasses, que, no caso dos bancos estrangeiros, referiam-se exclusivamente aos recursos captados no exterior.

Prates e Freitas (2001) observam que os bancos estrangeiros apresentaram um comportamento similar ao dos bancos privados nacionais quanto ao destino dos créditos concedidos, com destaque para a concentração das operações de empréstimo e títulos descontados, em sua maioria formada por operações de curto prazo. Os bancos públicos foram os únicos que financiaram de forma mais expressiva os setores agrícolas e agroindustriais e concederam a maioria dos financiamentos imobiliários de longo prazo.

Portanto, na década de 1990, nota-se uma maior presença de bancos privados estrangeiros na economia brasileira, em um movimento decorrente do processo de aquisição de instituições financeiras privadas nacionais, o que não se traduziu em um aumento da oferta de crédito no Brasil. Ademais, a participação do crédito no sistema financeiro se reduziu, entre outras razões, pela reestruturação do sistema financeiro nacional, na forma de privatização, extinção e/ou redução do raio de ação de bancos públicos no Brasil – que detinham uma participação relevante sobre o crédito no sistema financeiro nacional.

2.1.4. O CICLO DE CRÉDITO NA ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 2000

Como observado na seção anterior, o sistema bancário brasileiro passou por importantes transformações desde a adoção do Plano Real, a partir de fatores de natureza macroeconômica, estrutural e regulatória: a) em âmbito macroeconômico, a estabilização dos preços e a gestão das políticas monetária e cambial, com destaque para

a manutenção da taxa de juros básica em um patamar elevado, mesmo após a adoção do regime de câmbio flutuante; b) em âmbito estrutural, a ampliação da abertura financeira, o aumento da internacionalização do sistema bancário e a privatização dos bancos públicos; c) em âmbito regulatório, a convergência da regulamentação prudencial interna aos padrões fixados pelo Bank of International Settlements (BIS), como a adoção das regras do Acordo da Basiléia (BIANCARELLI E LODI, 2009).

As mudanças no ambiente concorrencial desencadearam ações reativas por parte dos bancos privados brasileiros. Por um lado, essas instituições alteraram suas próprias estratégias, explorando novos mercados, reduzindo seus custos, aperfeiçoando seus sistemas de controle, avaliação e riscos e diversificando suas receitas, sobretudo mediante a cobrança por serviços, antes oferecidos gratuitamente. Por outro lado, a entrada de grandes bancos estrangeiros estimulou a busca de escala e de poder de mercado por parte dos bancos privados nacionais varejistas, por meio de fusões e aquisições, com impactos diretos no grau de concentração do setor (FREITAS, 2007).

Contudo, até o início dos anos 2000, o sistema não havia mostrado mudanças na sua forma de atuação, relativamente ao padrão dos anos de alta inflação, com as instituições financeiras mantendo um elevado grau relativo de preferência pela liquidez em termos de alocação de recursos. Ou seja, com exceção de um curto período de expansão do crédito após o início do Plano Real, os bancos brasileiros e estrangeiros continuaram priorizando as aplicações em títulos públicos *vis-à-vis* a concessão de crédito (FREITAS, 2007).

A partir de 2003, porém, os bancos privados modificaram seus portfólios de ativos, expandindo de forma ativa o crédito para os agentes privados. No entanto, esta mudança de atitude não deve ser entendida como uma transformação estrutural no perfil de atuação do sistema financeiro brasileiro, que historicamente baseou seu funcionamento com prioridade sobre o carregamento de títulos da dívida pública ante a concessão de crédito. Na visão de Biancarelli e Lodi (2009), o que houve foi uma alteração no conjunto de atividades mais rentáveis para os bancos, com a concessão de crédito ganhando cada vez maior importância ao longo do ciclo econômico.

Este movimento teve associação direta com a progressiva melhora no ambiente macroeconômico, que contribuiu para que os bancos redefinirem suas estratégias operacionais. Com a introdução do crédito consignado e o início da trajetória de elevação da massa de rendimentos, os bancos identificaram na ampliação dos

empréstimos às famílias um elevado potencial de rentabilidade na composição de seus ativos (FUNDAP, 2007 *apud* BIANCARELI E LODI, 2009).

Nesse contexto, as operações de crédito passaram a ter uma maior participação relativa no ativo do sistema financeiro nacional, enquanto a participação relativa dos títulos, valores mobiliários e instrumentos derivativos nos ativos bancários iniciou uma trajetória de redução. Como os bancos são agentes ativos que definem suas estratégias de ação com o propósito de ampliar suas vantagens sobre seus concorrentes, as grandes instituições varejistas adotaram diferentes estratégias de expansão dos produtos voltados para o financiamento das famílias (CINTRA, 2006).

Cintra (2006) enumera uma série de elementos para elucidar os mecanismos que o sistema financeiro nacional, por meio das instituições financeiras, desenvolveu para aprofundar estratégias de expansão, especialmente sobre estruturas voltadas para o financiamento do consumo a partir de 2003.

Inicialmente, houve um duplo movimento, por parte das instituições financeiras, em termos de investimento na aquisição de financeiras e da realização de parceiras com redes de lojas varejistas, por intermédio do financiamento das vendas da rede associada. Nesse modelo, a instituição financeira passou a ter acesso ao cadastro de clientes das lojas, o que pode ser utilizado para a colocação de outros produtos financeiros com maior grau de especialização.

Outro ponto a se destacar é que em razão da perspectiva de expansão do crédito, estimulou-se o aperfeiçoamento de tecnologias de informação, possibilitando uma melhor coleta e processamento de dados sobre empréstimos e tomadores de recursos, bem como o desenvolvimento e o manejo de novas técnicas de gestão de risco. Essas novas técnicas de gestão de risco passaram a utilizar informações sobre taxas de inadimplência por tipo de devedor e por tipo de empréstimos, permitindo estabelecer estimativas de perdas com um mínimo de provisionamento de capital para cumprir as determinações do Acordo de Basiléia.

Adicionalmente, os conglomerados de pequeno e médio porte, sob a liderança de instituições públicas federais, passaram a celebrar convênios com entidades públicas e empresas privadas com a finalidade de conceder empréstimos aos respectivos funcionários, ativos ou inativos, mediante a consignação em folha de pagamento.

Por fim, os bancos expandiram suas redes de correspondentes bancários - estabelecimentos comerciais, tais como farmácias, mercados e lojas de material de construção, habilitados a prestar os serviços oferecidos por um banco - mecanismo este

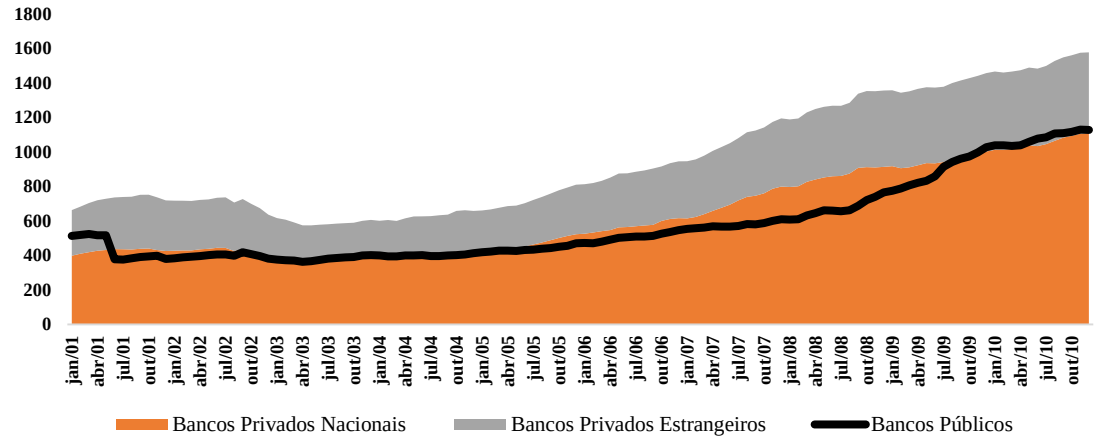
de oferta de serviços financeiros que possui uma estrutura de custo menos onerosa, facilitando a expansão das escalas das instituições de varejo e um processo indireto de bancarização.

Além dos elementos destacados por Cintra (2006), também foram muito importantes os determinantes de ordem externa, tanto por parte do ciclo internacional de liquidez quanto em função da evolução e do patamar da taxa de câmbio no Brasil. O ciclo de liquidez e seus impactos sobre o Brasil puderam ser representados pelos fluxos líquidos de capital para países em desenvolvimento como um todo, e pelo resultado da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro.

O ambiente de liquidez global e, mais especificamente, a disponibilidade de financiamento externo para a economia doméstica tiveram basicamente dois efeitos sobre o ciclo doméstico de crédito. O primeiro, direto, se materializou nas captações externas dos bancos para o financiamento do comércio exterior e outras formas de repasse. O segundo efeito, indireto, referiu-se ao impacto deste ambiente sobre a conjuntura macroeconômica interna e se manifestou diretamente sobre a taxa de câmbio – que, obviamente, sofreu outras importantes influências, a começar pelo próprio nível da taxa interna de juros e do diferencial deste em relação às taxas internacionais.

Para a economia brasileira, submetida a constrangimentos externos e ao risco de crise cambial em vários episódios ao longo de sua história, é difícil exagerar a importância da estabilização cambial na configuração de um ambiente mais propício à expansão das operações financeiras. Não apenas como custo em si de eventuais captações externas, mas também por conta de suas relações com as outras variáveis como taxa de juros e inflação. Neste sentido, o movimento de forte apreciação cambial já a partir do início de 2003, acompanhado de perto pelas expectativas sobre o valor deste preço-chave foi outro componente fundamental da trajetória que ensejou a mais longa e intensa fase expansão do crédito na história recente do país (BIANCARELLI E LODI, 2009).

GRÁFICO 2.3
Sistema Financeiro Nacional
Operações de Crédito – Por Controle de Capital (2001-2010)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

A elevada aversão ao risco na primeira metade dos anos 2000 – característica aparentemente contraditória com o ambiente de excesso de liquidez internacional - esteve associada à maior cautela dos agentes residentes financeiros e não financeiros com os níveis do endividamento externo após a crise cambial de 1999 e a adoção do regime de flutuação suja. Posteriormente, a estabilização cambial revelou-se fundamental não somente para a conformação de um contexto propício à expansão das operações de crédito, mas também para que essas operações fossem realizadas em moeda doméstica (Gráfico 2.3).

Do ponto de vista da distribuição setorial do crédito, o setor privado absorveu praticamente a totalidade dos recursos ofertados pelo sistema financeiro e, no âmbito deste setor, as famílias foram as principais beneficiadas; no que se refere à origem dos recursos, o segmento de recursos livres liderou a expansão dos empréstimos, a partir, sobretudo, de fontes internas, com destaque para a criação do crédito consignado.

O crédito consignado – introduzido, em 2003, pela Lei 10.820/2003 – possibilitou aos trabalhadores vinculados a determinados sindicatos e aos servidores públicos e aposentados o acesso ao crédito bancário a taxas de juros proporcionalmente mais baixas. A introdução dessa modalidade de crédito alterou o perfil do crédito pessoal ao repercutir tanto sobre a taxa média de juros quanto sobre o prazo. Este processo possibilitou uma redução expressiva do valor das prestações e, consequentemente, do comprometimento da renda dos tomadores de crédito.

O aumento do crédito à pessoa física, primeiramente, deu-se por intermédio do crédito livre e se antecipou ao movimento posteriormente observado no crédito livre concedido à pessoa jurídica. A trajetória do crédito à pessoa física pode ser atribuída, principalmente, ao comportamento do crédito consignado e ao financiamento de veículos. Em adicional, mudanças institucionais contribuíram para a decisão do sistema financeiro nacional de expandir a oferta de crédito, com recursos livres, à pessoa física (MORA, 2015).

Além do movimento observado no crédito pessoal, constatou-se também um significativo aumento do crédito a veículos, registrado tanto no financiamento à aquisição quanto no *leasing*. O aumento da venda de automóveis pode ser compreendido como um movimento similar ao observado no crédito pessoal, uma vez que se expandiram os prazos e, concomitantemente, reduziram-se as taxas de juros praticadas. Mudanças institucionais, mais especificamente o aprimoramento dos instrumentos de alienação fiduciária, contribuíram para este processo. As novas regras[47] de alienação fiduciária facilitaram a compreensão do aumento do crédito para a venda de automóveis no Brasil.

Torres Filho *et. al*. (2008) observaram que a oferta de crédito a pessoa jurídica por parte das instituições financeiras no Brasil sempre concorreu com a aplicação em títulos públicos, caracterizados por elevadas taxas de juros e níveis de risco reduzidos. Neste cenário, o financiamento das empresas ocorria preponderantemente via BNDES e por autofinanciamento.

A expansão do crédito, inicialmente, deu-se no âmbito da pessoa física, sendo, somente em 2006, acompanhado pela pessoa jurídica. E, tal como na pessoa física, inicialmente houve um aumento do crédito com recursos livres, explicado, em linhas gerais, pelas operações para o financiamento do capital de giro.

As taxas de juros incidentes sobre as operações de crédito para o financiamento do capital de giro foram reduzidas, entre 2003 e 2010, tanto para operações negociadas com taxas de juros prefixados quanto com taxas de juros flutuantes. Paralelamente, constatou-se também o aumento do prazo nas operações em ambos os casos.

[47] Alterações na legislação afetaram as operações do setor automotivo realizadas tanto no arrendamento mercantil (*leasing*) quanto em operações denominadas, nas estatísticas do Banco Central, "Pessoa física – referencial para taxa de juros – veículos". Segundo Assunção, Silva e Benmelech (2012), empréstimos para a aquisição de veículo podem ser denominados crédito direto ao consumidor ou arrendamento mercantil. Ambos os procedimentos são similares, e o comprador dispõe da posse do veículo somente após ter quitado integralmente o financiamento.

Mudanças institucionais, como a aprovação da Lei de Falências[48], e a introdução de inovações financeiras, com operações de crédito para o financiamento de capital de giro atreladas a derivativos cambiais, reduziram o risco do emprestador e, em um contexto de expansão da economia - portanto, de ampliação da demanda por crédito - levou ao aumento das operações de crédito.

O aumento da segurança jurídica desempenhou um papel relevante para que o sistema financeiro aumentasse sua oferta de crédito. A existência de uma legislação que reduziu os riscos intrínsecos à oferta de crédito pode ser compreendida, à luz da teoria keynesiana, como um mecanismo de proteção quanto à incerteza. É interessante observar que as modalidades de crédito favorecidas pelas mudanças institucionais foram as que apresentaram maior crescimento. Assim, constatou-se que a expansão das linhas de crédito consignado, de aquisição de veículos e habitacional (beneficiadas pelas mudanças nas regras de alienação fiduciária), e de capital de giro (afetado pela introdução de operações de crédito vinculadas a derivativos cambiais, assim como pelas mudanças na lei de falências) esteve associada a mudanças no aparato regulatório. Esta mudança consubstanciou-se em aumento do volume de crédito em decorrência do ambiente macroeconômico favorável. À vista disso, a decisão dos bancos de alterar o perfil de suas aplicações, com o aumento da participação do crédito, pode ser atribuída a uma conjunção de fatores (MORA, 2015).

Além disso, Paula e Alves Junior (2017) observam que a expansão do crédito bancário teve como contrapartida a redução da participação relativa dos títulos e valores mobiliários na carteira dos bancos privados nacionais e dos bancos públicos. Esse resultado esteve em linha com a alocação dos ativos esperada em uma fase de expansão, à luz da teoria minskyana. Bancos, em busca de maior lucratividade, preferem ativos que ofereçam maior rendimento, ainda que menos líquidos, como os empréstimos que, em regra, no Brasil, não são securitizáveis.

[48] Araujo e Funchal (2009) observam que a antiga Lei de Falências (Decreto-Lei 7.661, de 21 de junho de 1945) priorizava o pagamento das dívidas trabalhistas e fiscais, sendo as demais dívidas relegadas a um terceiro plano. Além disso, a lei anterior era incapaz de impedir a falência de empresas economicamente viáveis, além de suscitar problemas na sucessão, que desvalorizavam a massa falida em termos de preços de mercado. A nova Lei de Falências (Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005) buscou equacionar estes problemas. O crédito trabalhista passou a se limitar a 150 salários mínimos, o crédito segurado se sobrepôs ao crédito fiscal e o não segurado, a algumas categorias de crédito fiscal. Estas medidas reduziram diretamente o risco do credor em caso de falências, enquanto os demais dispositivos estabeleceram um ambiente propenso à recuperação de empresas viáveis economicamente.

No que concerne o lado do passivo, observou-se que tanto os bancos privados nacionais quanto os bancos públicos expandiram suas operações de empréstimos a partir de 2005 amparados no forte aumento dos seus depósitos, em especial, depósitos a prazo. No caso dos bancos privados nacionais, este movimento foi acompanhado do acentuado crescimento nas captações no mercado aberto, formadas pelas obrigações compromissadas - que compreendem operações com carteira própria, carteira de terceiros e carteira de livre movimentação - que são uma fonte mais ágil de captação de recursos por parte de bancos e livres de compulsório, permitindo levantar maiores montantes de recursos livres no mercado para dar sustentação ao crescimento da oferta de crédito (PAULA E ALVES JUNIOR, 2017).

2.1.5. CRISE FINANCEIRA MUNDIAL E RUPTURAS: O PAPEL ANTICÍCLICO DOS BANCOS PÚBLICOS

No primeiro semestre de 2008, a crise financeira iniciada em meados de 2007 no centro do sistema financeiro mundial, os Estados Unidos - especificamente, no mercado de hipotecas *subprime* - começou a afetar alguns países emergentes, mas, somente em meados do mês de Setembro daquele ano, quando ela se converteu em um fenômeno sistêmico – sobretudo após a falência do banco de investimento Lehman Brothers - observou-se seu transbordamento praticamente generalizado para esses países, ainda que empresas e bancos não tivessem nenhum vínculo com os títulos vinculados àquelas hipotecas. (PRATES, 2010).

No caso do Brasil, o contágio sobre a economia brasileira ocorreu por intermédio da contração do crédito doméstico e da deterioração das contas externas, em um movimento fortemente relacionado com a reversão abrupta das expectativas dos agentes sobre a economia doméstica. Por conseguinte, a redução dos preços das *commodities*, a especulação contra a moeda local e a fuga de capitais levaram a uma desvalorização súbita e acentuada do real perante o dólar.

A crise financeira de 2008 revelou as consequências macroeconômicas decorrentes da repercussão da depreciação cambial sobre as empresas envolvidas, direta ou indiretamente, com operações no mercado de derivativos de câmbio. Esta situação aumentou o risco de uma crise sistêmica em consequência da importância destas empresas na estrutura produtiva doméstica e de suas relações com bancos. Como os contratos de derivativos assinados no âmbito da CETIP são sigilosos, não havia

informações sobre quais eram os bancos envolvidos na oferta de crédito lastreada por operações com derivativos e qual era o grau de exposição destes bancos. Neste contexto, houve uma retração da oferta de recursos no mercado interbancário em decorrência da percepção de maior risco e do aumento da preferência pela liquidez.

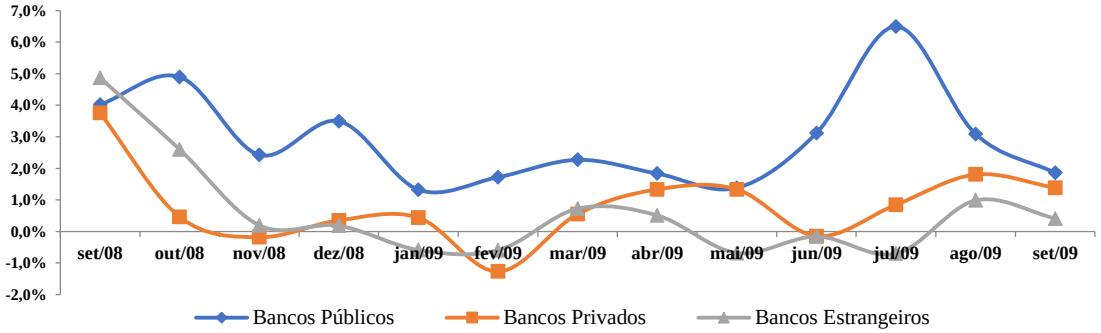
Em face da intensificação da incerteza, foi adotada uma série de medidas com a finalidade de aumentar a liquidez do sistema financeiro, tais como redução do compulsório dos pequenos e médios bancos, redução da alíquota adicional cobrada sobre o compulsório sobre depósitos à vista, liberação do compulsório para a compra de carteiras de bancos menores.

Estas mudanças evitaram, parcialmente, o contágio no mercado interbancário, mas, isoladamente, não foram suficientes para estimular o aumento da oferta de crédito nos bancos privados. Nesse momento, intensificou-se o *credit crunch* no mercado interbancário, em função tanto da percepção da incerteza em relação ao futuro quanto ao montante dos valores envolvidos nas perdas decorrentes das operações de empresas com derivativos cambiais (PAULA E ALVES JUNIOR, 2017).

Em adicional, os bancos privados nacionais reduziram fortemente as novas concessões de crédito e aumentaram acentuadamente suas provisões para devedores duvidosos, seguidos em menor grau, pelos bancos estrangeiros e públicos. Essa reação, contudo, foi mais moderada do que a exibida pelos bancos estrangeiros, cujas matrizes foram afetadas fortemente pela crise. Esses, de fato, desalavancaram suas operações de crédito, seguindo a mudança de orientação das matrizes diante do novo cenário macroeconômico global.

O governo, nessas circunstâncias, estruturou sua estratégia para lidar com a crise no âmbito do crédito. Os bancos públicos participaram da estratégia em diferentes países para minimizar os efeitos da crise sobre a estrutura produtiva e financeira. No caso brasileiro, o BNDES, o Banco do Brasil e a CAIXA foram utilizados de modo articulado neste processo (Gráfico 2.4).

GRÁFICO 2.4
Sistema Financeiro Nacional
Operações de Crédito – Por Controle de Capital (set/2008-set/2009)
Variação Mensal (%) – Em R$ dez/2018 – IGP-DI[1]



[1] Optou-se por utilizar a variação mensal para elucidar a diferença do papel dos bancos públicos ante às instituições financeiras privadas nacionais e estrangeiras.
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

A estratégia do governo federal foi elaborada tendo como parâmetros a gravidade da crise e as repercussões sobre o sistema financeiro e sobre o lado real da economia. A decisão do uso dos bancos públicos como agentes integrantes de uma política anticíclica foi essencialmente política. Buscava-se atenuar os efeitos da crise sobre as empresas, efeitos que foram amplificados pelas operações envolvendo derivativos. Não se podia ser excessivamente permissivo, pois se estaria incentivando o comportamento irresponsável, mas era necessário encontrar uma solução com algum tipo de ônus para atenuar as perdas decorrentes da crise econômica internacional e para abrandar o impacto do contágio da crise financeira sobre as empresas não financeiras (MORA, 2015).

O BNDES, neste cenário, atuou não somente por intermédio de suas linhas de crédito, mas também articulando a coordenação dos agentes econômicos para minimizar os efeitos da crise sobre a economia brasileira. Assim, foi realizado, no início de 2009, um primeiro empréstimo do Tesouro Nacional de R$ 100 bilhões para o BNDES, com a finalidade de capitalizá-lo e instrumentá-lo para fazer face à necessidade de recursos por empresas de diferentes portes. A ação do BNDES não se restringiu às suas linhas tradicionais de financiamento, mas também expandiu sua área de atuação oferecendo inclusive financiamento de capital de giro (ALMEIDA, 2010).

No entanto, é importante destacar que o papel de destaque desempenhado pelos bancos públicos antecedeu a crise. Percebeu-se, já em 2007, o aumento do crédito concedido pelo Banco do Brasil e a função assumida pelo BNDES no desenho do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). A eclosão da crise de 2008

intensificou o processo, já em curso, de expansão do crédito ofertado pelos bancos públicos e levou ao aumento da sua participação no crédito com recursos livres e à liderança no segmento de crédito direcionado à pessoa jurídica. Ainda assim, não foi possível evitar a queda do total de crédito com recursos livres em termos de percentual do PIB.

É importante mencionar aqui o papel de destaque desempenhado pelo BNDES no PAC ao financiar empreendimentos voltados para a infraestrutura e ao diminuir os *spreads* básicos das linhas de financiamento para os setores considerados estratégicos para o crescimento, tais como energia elétrica, logística e desenvolvimento urbano. Já aí se pode observar uma nova função a ser executada pelos bancos públicos, função esta que se intensificou em resposta à crise de 2008.

Assim, segundo Afonso (2012), a primeira reação dos bancos públicos foi contribuir para o intenso processo de reestruturação empresarial e patrimonial que se deu no ápice da crise – ora para equacionar ou atenuar as perdas com derivativos cambiais, ora para adquirir carteiras de crédito de outros bancos privados, ora para dar saída a bancos privados ou aplicadores de empreendimentos abalados pela crise, ora para dar saída de capitais externos repatriados por matrizes mais abaladas pela crise.

Além das medidas adotadas pelo Banco Central e da atuação do BNDES, observou-se a ação do governo federal por intermédio dos bancos públicos federais - Banco do Brasil e CAIXA - que levou a uma aceleração da oferta de crédito, enquanto os bancos privados se retraíram logo após o aprofundamento da crise econômica internacional em setembro de 2008.

Os bancos públicos federais passaram a operar como instrumento de uma política anticíclica com a finalidade de atenuar os efeitos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira. Houve oferta de linhas de financiamento pela CAIXA e pelo Banco do Brasil, em 2009, destinada a setores especialmente sensíveis à crise como agropecuária, construção civil, produção de insumos básicos e produção e venda de bens duráveis, além de concessão de crédito e de autorização para que instituições financeiras públicas adquirissem carteiras de crédito de outros bancos.

Nesta direção, o Banco do Brasil, por exemplo, expandiu expressivamente sua carteira de crédito consignado, de financiamento de automóveis e de capital de giro. Esse processo ocorreu entre setembro de 2008 e dezembro de 2009 e permitiu que o Banco do Brasil aumentasse a sua participação na oferta de crédito doméstica.

A CAIXA, por sua vez, manteve a proeminente posição no crédito habitacional, que tradicionalmente sempre ocupou. Contudo, a partir de meados dos anos 2000, iniciou-se uma mudança com a melhora nas condições de financiamento e uma agilidade maior na sua concessão, com redução da burocracia e a contratação de financiamentos de longo prazo em períodos de tempo relativamente curtos. A revitalização da CAIXA como agente financiador, a partir do início da década de 2000, permitiu que o banco desempenhasse um papel fundamental na estratégia do governo para enfrentar a crise de 2008, contribuindo para a estruturação de linhas de financiamento destinadas a diferentes segmentos, o que culminou, por exemplo, com o lançamento do Programa Minha Casa, Minha Vida, dedicado principalmente ao público de baixa renda, a partir de 2009.

O governo brasileiro, em resposta ao aumento da preferência pela liquidez dos bancos privados em um contexto de maior aversão ao risco, estruturou uma política financeira, sob a centralidade da atuação dos bancos públicos, com a finalidade de diminuir o risco de uma crise sistêmica e contribuir para sustentar a demanda agregada. A atuação do BNDES, do Banco do Brasil e da CAIXA ao lado dos esforços das políticas de governo para afastar os riscos de uma crise sistêmica foi bem-sucedida, na medida em que, efetivamente, o volume de crédito aumentou em percentual do PIB entre setembro de 2008 e dezembro de 2010, sem que estes bancos tenham elevado a sua exposição a operações arriscadas.

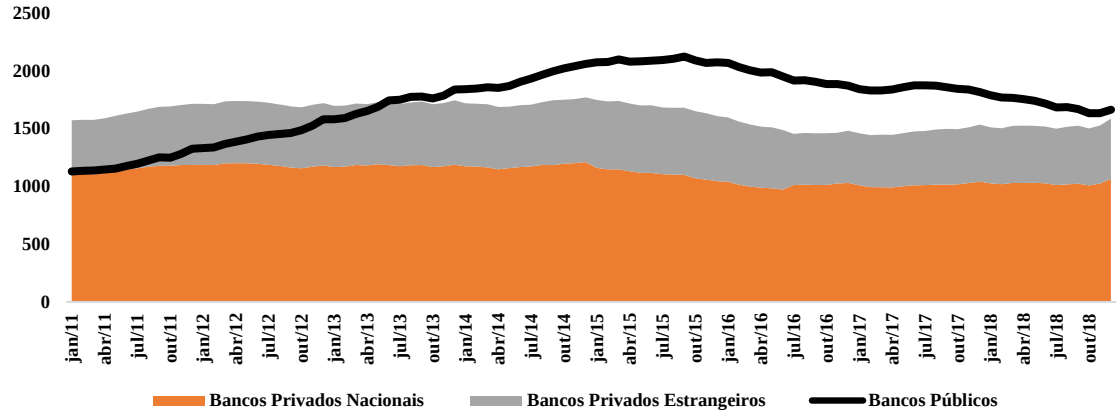
2.1.6. A DÉCADA DE 2010: DA ASCENSÃO DOS BANCOS PÚBLICOS À RECESSÃO ECONÔMICA

As políticas anticíclicas adotadas pelo governo entre 2009 e 2010, em conjunto com a expansão do crédito a cargo dos bancos públicos, foram favorecidas pela restauração de um contexto internacional favorável, a partir da melhoria das expectativas dos agentes, diante de um novo *boom* de commodities e do aumento nos fluxos de capitais, viabilizando um rápido processo de recuperação. A oferta de crédito retornou a sua trajetória de crescimento, a partir do protagonismo do crédito direcionado (PAULA et. al., 2015).

A forte recuperação do crédito, no entanto, em face do aumento na taxa de inflação e receio de fragilização do setor bancário, levou o Banco Central a adotar medidas macro prudenciais a partir do final de 2010 para restringir esse movimento.

Incluiu, entre outras, medidas como o aumento gradual da alíquota do depósito compulsório sobre os depósitos à vista e a prazo, elevação no adicional do compulsório para depósitos a vista e a prazo, redução do limite máximo de dedução das compras de carteiras, entre outras medidas.

GRÁFICO 2.5
Sistema Financeiro Nacional
Operações de Crédito – Por Controle de Capital (2011-2018)
Em R$ bilhões - dez/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

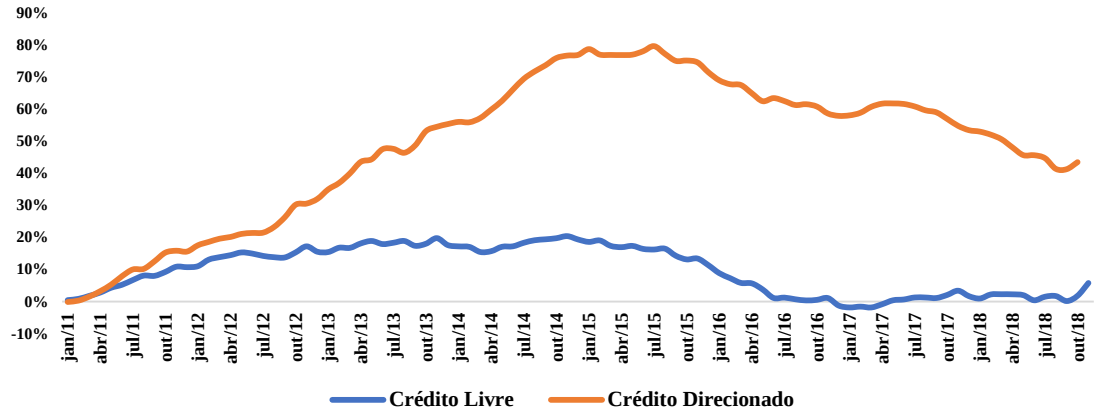
Conforme o Gráfico 2.5, o período iniciado a partir de 2011 foi marcado pelo declínio e estagnação da oferta de crédito dos bancos privados, contraposto pela oferta de crédito dos bancos públicos, que se manteve elevada e em níveis semelhantes à taxa de crescimento do período pré-contagio da crise mundial, com CAIXA e Banco do Brasil assumindo uma participação maior sobre o total de operações de crédito do sistema, inclusive em áreas tradicionalmente ocupadas pelos bancos privados, como crédito pessoal e capital de giro (FEIL E SILVINIK, 2017).

As principais modalidades de crédito à pessoa física, como o crédito consignado e o crédito para aquisição de veículos, começaram a desacelerar. A exceção foi o crédito para capital de giro, que aumentava desde os anos que antecederam a crise financeira de 2008 e que continuou a crescer significativamente. Cabe destacar que este foi um período em que a lucratividade das empresas de capital aberto no Brasil caiu acentuadamente, sendo possível que as empresas ainda alimentassem expectativas de crescimento do mercado interno, devido à existência de um mercado de vendas de varejo ainda aquecido (PAULA E PIRES, 2017).

O Gráfico 2.6 traz uma comparação entre a taxa de crescimento das operações com crédito livre e direcionado. As operações de crédito livre correspondem aos contratos de financiamentos e empréstimos com taxas de juros livremente pactuadas entre instituições financeiras e tomadores. Já as operações de crédito direcionado são regulamentadas pelo CMN ou vinculadas a recursos orçamentários, destinadas, basicamente, à produção e ao investimento de médio e longo prazos aos setores imobiliário, rural e de infraestrutura, sendo as fontes de recursos oriundas de parcelas das captações de depósitos à vista e de caderneta de poupança, além de fundos e programas públicos.

O crédito com recursos livres ficou quase estagnado no período, diferentemente do crédito direcionado, que apresentou um elevado crescimento, devido ao acentuado crescimento do crédito do BNDES e do financiamento habitacional da CAIXA. Em função destas modalidades de crédito serem caracterizadas por prazos mais longos, a maturidade média das operações de crédito aumentou.

GRÁFICO 2.6
Taxa de Crescimento
Operações de Crédito – Por Tipo (Livre x Direcionado)
Variação Acumulada (%) – Em R$ dez/2018 – IGP-DI



[1] Optou-se por trabalhar com a taxa acumulada de crescimento das operações de crédito livre direcionado para elucidar a grande expansão observada na primeira metade da década, o que corroboram os dados observados no Gráfico 2.4.
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Segundo Paula e Alves Junior (2017), este período foi marcado tanto por uma deterioração no cenário internacional, em função da iminência de uma crise na Zona do Euro e da desaceleração da economia chinesa, como por uma descoordenação nos instrumentos da política econômica, levando à deterioração nas expectativas de firmas e

bancos, expressa na redução na taxa de investimento, contribuindo para a desaceleração econômica.

Esse conjunto de fatores, juntamente com o temor do aumento da inadimplência, influenciou a decisão dos bancos privados nacionais de retomar posturas mais conservadoras. Assim, já se percebiam nos balanços das instituições privadas os efeitos da estratégia de controlar a expansão do volume de empréstimos, resultando em forte desaceleração na oferta e em aumentos dos *spreads* bancários.

Os bancos públicos, por sua vez, continuaram a expansão das operações de crédito, prorrogando a política financeira anticíclica iniciada em 2009. Este segmento passou a administrar mais dinamicamente o passivo exigível, com acentuado crescimento de obrigações que economizam reservas, notadamente captações no mercado aberto e aceites e emissão de títulos, com destaque para o aumento das emissões das Letras de Crédito do Agronegócio por parte do Banco do Brasil, além das obrigações por empréstimos e repasses provenientes do Tesouro Nacional e FGTS, por parte do BNDES e da CAIXA, respectivamente.

A partir de 2015, a economia brasileira passou a apresentar uma forte e súbita contração da oferta e demanda do crédito, tanto no segmento de crédito livre quanto no segmento de crédito direcionado (Gráfico 2.6). Esse efeito foi sincronizado entre os bancos privados nacionais, estrangeiros e públicos, ocorrendo em um contexto de uma acentuada desaceleração econômica (taxa de crescimento negativo do PIB em 3,8% em 2015 e 3,6% em 2016), decorrente da combinação de um conjunto de choques negativos, tais como a deterioração nos termos de troca, a crise hídrica, uma forte desvalorização cambial e crise política, com um conjunto de políticas econômicas contracionistas, tais como a elevação da taxa Selic, reajuste de tarifas controladas pelo setor público e o corte do gasto público.

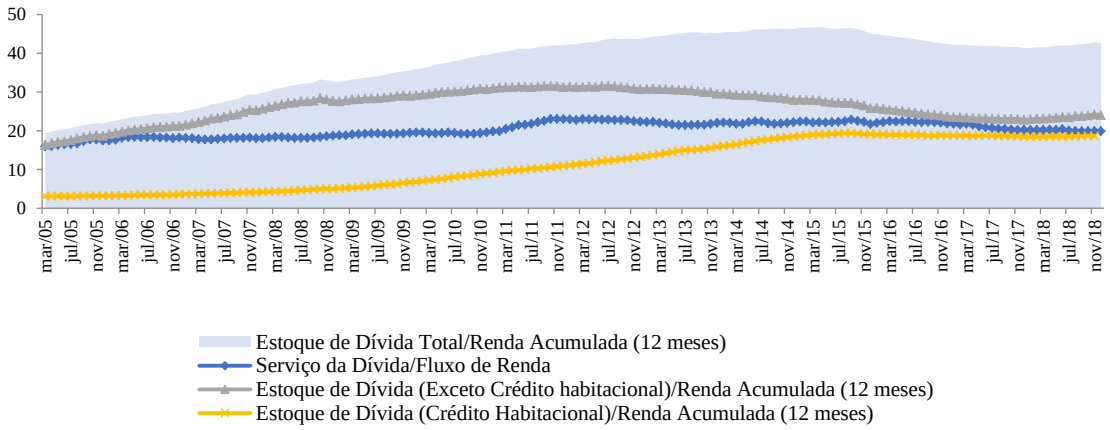
A combinação da recessão com a política monetária contracionista promoveu uma forte desaceleração da oferta e demanda por crédito, resultando em um *credit crunch* que, por sua vez, teve efeitos diretos no aprofundamento da crise econômica. O *credit crunch* resultou tanto da maior aversão ao risco dos bancos como dos demais agentes privados. Do ponto de vista da oferta, frente à incerteza, tanto os bancos públicos quanto os privados elevaram a provisão para devedores duvidosos, ampliaram suas aplicações em ativos líquidos, reduziram o prazo médio de seus empréstimos e tornaram-se mais seletivos na concessão de crédito, privilegiando modalidades com maiores garantias. De outro lado, observou-se uma redução na demanda por crédito em

razão da queda da massa salarial real, do aumento na taxa de desemprego e da forte redução dos investimentos desde 2014 (PAULA E ALVES JUNIOR, 2017).

Ainda sob o ponto de vista da demanda por crédito, as principais modalidades de crédito à pessoa física, como o financiamento habitacional e o crédito consignado, ficaram estagnadas ou até mesmo declinaram, como foi o caso do crédito destinado à aquisição de veículos. Neste período, assistiu-se a um aumento na fragilidade financeira de famílias: por um lado, houve uma elevação no comprometimento da renda das famílias sobre a dívida bancária – ainda que tenha havido relativa estabilidade na participação do serviço da dívida (amortização e juros) sobre o fluxo mensal de renda - vindo a declinar em 2016 evidenciando um processo de desalavancagem (Gráfico 2.7).

Do ponto de vista das empresas, o percentual de empresas com a razão "EBITDA[49]/Despesas Financeiras" menor do que 01 – ou seja, que não geravam fluxo de caixa capaz de cobrir a totalidade das despesas financeiras – passou a aumentar significativamente a partir de 2015, uma situação característica de agentes especulativos ou Ponzi (PAULA E ALVES, 2017).

GRÁFICO 2.7
Estoque de Dívida e Serviço da Dívida das Famílias - (mar/2005-dez/2018)
Part. (%) sobre a renda corrente/acumulada



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

A forte elevação na taxa de juros, em um ambiente de elevada incerteza, aumentou o risco de taxa de juros para os investidores em títulos públicos. A dificuldade de venda de papéis pré-fixados pressionou o Tesouro Nacional a emitir títulos indexados a Selic, que por terem *duration* de um dia são livres desse risco. O

[49] O EBITDA é a sigla em inglês para "*Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*", que se trata da medida do lucro operacional das empresas.

crescimento da emissão de Letras Financeiras do Tesouro junto com as operações compromissadas, já em crescimento desde 2012, aumentou rapidamente o montante das aplicações remuneradas pela taxa Selic com alta liquidez, revigorando o circuito de *overnight* na economia brasileira. Assim, houve um forte aumento na dívida pública a partir de 2015. Essa mudança na administração da dívida pública e aumento no volume das aplicações de curto prazo permitiu, mais uma vez, que os bancos ajustassem sua estrutura patrimonial de forma a obterem liquidez e rentabilidade na composição de seu balanço. Repetindo o passado, os bancos alcançaram uma lucratividade ainda elevada em condições de aguda crise econômica, mantendo-se ao mesmo tempo financeiramente saudáveis (PAULA E ALVES JUNIOR, 2017).

2.2. SISTEMA DE FINANCIAMENTO PÚBLICO NO BRASIL: INSTITUCIONALIDADE E ELEMENTOS CONCEITUAIS

Após a análise da evolução do sistema financeiro nacional do Brasil desde os anos 1960, a presente seção tem por objetivo lançar luzes sobre a discussão do papel do Estado enquanto agente mobilizador de recursos para o financiamento de setores econômicos, por meio do direcionamento de crédito, evidenciando que as instituições privadas de crédito não atendem, em princípio, à demanda por financiamento de setores específicos e de elevado retorno social.

Partindo desses elementos, a ideia é mostrar a forma com que o Brasil estruturou, ao longo do tempo, uma forma específica de sistema de financiamento público, formado tanto pela atuação direta dos bancos públicos quanto pela existência de um conjunto de regras e mecanismos que viabilizam a existência de fundos públicos e de direcionamento de recursos para o financiamento da economia. Essa discussão se faz necessária em função do elevado grau de entrelaçamento entre essa institucionalidade e a atuação dos bancos públicos, objeto da presente tese.

No Brasil, o direcionamento de crédito é estruturado, basicamente, de duas formas: a primeira se dá por meio da existência de fundos públicos de poupança compulsória e a segunda se dá por meio da criação de mecanismos de direcionamento de captações de recursos.

De acordo com Torres Filho (2006), o direcionamento de crédito a partir de recursos públicos pode ser entendido como o destaque de parte das receitas públicas para ser utilizada no financiamento de investimentos de empresas ou famílias. Nesse

caso, a poupança é do setor público, mobilizada por meio de mecanismos compulsórios - impostos e contribuições - e o dispêndio é feito na forma de empréstimos. Os beneficiários finais dos fundos tomam esses financiamentos com a condição de realizar investimentos em setores ou atividades considerados prioritários, na forma da legislação existente.

No tocante aos fundos públicos, faz-se aqui a distinção entre os fundos de natureza fiscal - cujos recursos são oriundos diretamente da vinculação de percentuais sobre a arrecadação de impostos — e os de natureza parafiscal. Estes últimos têm seus recursos originados na cobrança de taxas ou contribuições especialmente criadas para alimentá-los. Essas taxas podem incidir sobre uma infinidade de fluxos financeiros - lucros, receitas brutas, folhas de pagamento, entre outros. Além disso, outra particularidade dos fundos parafiscais é a possibilidade do pagamento de benefícios aos seus segurados. No Brasil, casos típicos de fundos fiscais são os fundos constitucionais de financiamento regional: Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste (FNE), Fundo Constitucional de Financiamento do Centro Sul (FCO) e Fundo Constitucional e Financiamento do Norte (FNO). No caso dos fundos parafiscais, tem-se como exemplo o FGTS (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço) e o FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador).

O financiamento com recursos fiscais ou parafiscais não é uma atividade simples, em função da necessidade de se estruturar uma análise de projeto e de risco de cada investimento. Caso o empreendimento atenda aos critérios de prioridade determinados pela legislação e desde que a capacidade de pagamento esteja demonstrada, é necessário formalizar por meio de um contrato a relação entre financiador e financiado. Posteriormente, a aplicação do dinheiro público na finalidade acordada tem que ser fiscalizada. Por estes motivos, o sistema bancário público dispõe de um bom mecanismo para repassar recursos fiscais ou parafiscais aos investidores. Financiar e acompanhar empresas e projetos são atividades que esses bancos desempenham rotineiramente e, ao invés de se criar uma burocracia pública adicional, entende-se adequado deixar a cargo dos bancos públicos o papel de orientador da distribuição dos recursos. Os bancos repassadores tomam voluntariamente a poupança pública e assumem, perante o governo, o risco de pagamento do empreendimento financiado. Para tanto, recebem uma remuneração tanto pelo trabalho de administração quanto pelo risco (TORRES FILHO, 2006).

Portanto, as seções seguintes descrevem a estrutura e a institucionalidade relativa aos principais fundos de poupança compulsória no Brasil – FGTS, FAT e Fundos Constitucionais – bem como dos mecanismos de exigibilidade de recursos e direcionamento de crédito e a atuação dos bancos públicos nesse processo.

2.2.1 A ESTRUTURA DO FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO (FGTS)

O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) foi criado pela Lei 5.107/1966, como alternativa ao regime de estabilidade decenal determinado pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), que previa o pagamento de multas, por parte dos empregadores, em caso de demissão sem justa causa dos trabalhadores.

A CLT estabelecia que o empregado demitido tinha direito a uma indenização pelo tempo de serviço equivalente a um mês de salário por cada ano trabalhado ou período acima de seis meses. Determinava ainda que o trabalhador adquiria estabilidade ao completar dez anos na mesma empresa e poderia ser demitido somente por falta grave ou circunstâncias de força maior, devidamente comprovadas (CINTRA, 2007).

De acordo com Cintra (2007), o sistema tinha três principais inconvenientes: o primeiro era que as empresas não se preparavam para custear as eventuais indenizações. O segundo era a descontinuidade que ocorria no dia do décimo aniversário do funcionário na empresa, quando a sua saída dobrava de custo, fazendo com que muitas empresas demitissem sistematicamente seus funcionários à medida que se aproximava o décimo ano. O terceiro era que, se o empregado se aposentasse na mesma empresa em que havia começado a trabalhar, jamais receberia qualquer indenização, o que, por si só, configurava mais um incentivo ao aumento da rotatividade da mão-de-obra.

Com a instituição do FGTS, surgiu a opção de um recolhimento contínuo mensal, por parte dos empregadores, de um montante de recursos que configuraria uma poupança compulsória para o empregado, relativa ao seu tempo de serviço, para assisti-lo nos casos previstos pela lei – notadamente, em caso de demissão sem justa causa, ou aos seus dependentes em caso de falecimento (BIANCARELLI E CONTI, 2015).

A Constituição Federal de 1988 eliminou o caráter facultativo dessa adesão, extinguindo a estabilidade decenal e instituindo a obrigatoriedade da contribuição dos empregadores ao FGTS. Nos anos subsequentes, uma sequência de leis estabeleceu os detalhes sobre a constituição do fundo, gestores, reponsabilidade e forma de gestão,

possibilidades de aplicação de recursos e demais aspectos relativos ao seu funcionamento.

De acordo com essas leis, definiu-se que o empregador deveria recolher mensalmente, nas contas individuais de seus empregados, 8% da remuneração devida aos trabalhadores celetistas urbanos e rurais, aos diretores não empregados, aos trabalhadores avulsos e aos empregados domésticos.

É importante destacar, no entanto, que o estabelecimento do FGTS atendeu a um duplo objetivo: se por um lado ele visou assegurar aos trabalhadores uma poupança compulsória, por outro lado ele serviu à constituição de um fundo passível de uso para o financiamento de setores prioritários para o país, quais sejam, de habitação popular, saneamento ambiental e infraestrutura urbana, em linha com as diretrizes nacionais para esses setores e a política nacional de desenvolvimento urbano (CINTRA, 2007 *apud* BIANCARELLI E CONTI, 2015).

O conjunto das contas individuais supramencionadas, que conforma o FGTS, é centralizado, mantido e controlado pela CAIXA, o agente operador do fundo. As normas e diretrizes relativas ao fundo, no entanto, são determinadas pelo Conselho Curador do FGTS, composto por representantes dos trabalhadores, empregadores e governo.

Compete à CAIXA a responsabilidade pela operação dos recursos e pela continuidade dos programas em andamento. O banco centraliza e faz a gestão dos recursos arrecadados e, neste sentido, repassa os recursos dos programas aprovados pelo Conselho Curador do FGTS aos bancos aptos a atuar enquanto intermediadores. As aplicações com recursos do FGTS podem ser realizadas diretamente pela CAIXA e por outros órgãos autorizados pelo Conselho Monetário Nacional a atuar no Sistema Financeiro da Habitação, a partir de critérios fixados pelo Conselho Curador do FGTS, em operações que preencham os requisitos determinados por este no tocante a prazos e garantias (MENDONÇA, 2007).

Além dos necessários gastos administrativos, os recursos são movimentados para: a) saques por parte dos trabalhadores, mediante autorização da CAIXA; b) constituição de um fundo de liquidez e carteira de títulos públicos; c) financiamento no âmbito de programas determinados.

No que diz respeito aos saques, os recursos do FGTS só podem ser retirados pelos trabalhadores – ou seus dependentes – em circunstâncias condizentes com o duplo

propósito discutido acima, a saber, pecúlio para os trabalhadores e fonte de financiamento habitacional ou de infraestrutura urbana.

Em linha com o primeiro dos propósitos, são autorizados saques nas seguintes situações: demissão sem justa causa – inclusive a indireta, de culpa recíproca ou de força maior; extinção total da empresa; aposentadoria; falecimento; quando o trabalhador atinge 70 anos de idade; quando o trabalhador ou seu dependente são portadores do vírus HIV, acometidos de neoplasia maligna ou estão em estágio terminal de vida; permanência do titular, por três anos ininterruptos, fora do regime do FGTS; suspensão total do trabalho avulso, por período igual ou superior a 90 dias; extinção normal do contrato a termo; necessidade pessoal, em face da urgência e gravidade decorrente de desastre natural; quando o trabalhador com deficiência, por prescrição, necessite adquirir órtese ou prótese para promoção de acessibilidade e de inclusão social.

Em linha com o segundo dos propósitos do FGTS, os trabalhadores podem movimentar suas contas para o pagamento de parte das prestações e liquidação ou amortização do saldo devedor de financiamento habitacional concedido no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH); e para pagamento total ou parcial do preço de aquisição de moradia própria.

Foram permitidas, adicionalmente, movimentações da conta para duas aplicações financeiras bem específicas: a) a Lei 9.491/1997 autorizou o uso de até 50% dos saldos para a compra de cotas de Fundos Mútuos de Privatização; b) a Lei 12.087/2009 permitiu o uso dos saldos para a integralização de cotas do FI-FGTS - fundo de investimento desenvolvido como forma de enfrentar a necessidade de investimentos em infraestrutura, a partir da destinação de recursos anteriormente aplicados em títulos da dívida pública para alavancar projetos de rodovias, ferrovias, hidrovias, portos e saneamento.

O FGTS tem ocupado papel central nos diferentes modelos de concepção e operacionalização da política habitacional que foram sendo implementados desde meados dos anos 1960. O modelo, alicerçado sobre o Banco Nacional da Habitação (BNH), era marcado pela presença de um sistema que possibilitava a captação de recursos específicos e subsidiados no âmbito do FGTS, além do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Entre as críticas tecidas ao modelo montado em torno do BNH, extinto em 1986, destaca-se como questão de fundo a incapacidade de atender à população de baixa renda, objetivo maior de sua criação.

Com a extinção do BNH, observaram-se importantes mudanças no contexto institucional no qual a política de habitação era realizada. As atribuições do BNH foram transferidas para a CAIXA e para o então Ministério do Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente, responsável pelas políticas habitacional, de saneamento básico e desenvolvimento urbano. A Constituição de 1988 impulsionou um processo de descentralização, que estabeleceu uma redefinição de competências, na qual Estados e Municípios passaram a gerir programas sociais, entre os quais a política de habitação (MENDONÇA, 2007).

As transformações observadas a partir de meados dos anos 1980 revelam um modelo de política habitacional mais descentralizado, amplamente apoiado na esfera municipal, assim como a manutenção de sistema de financiamento centralizado no governo federal, fortemente ancorado no FGTS e em recursos orçamentários. Além disso, houve uma progressiva desmobilização de parte do arcabouço institucional dos anos 1960 ainda remanescente, com a desarticulação ou mesmo extinção de várias das Companhias de Habitação (COHABs).

No início dos anos 1990, observou-se uma sobreutilização dos recursos do FGTS, o que ocasionou uma fragilização do fundo, levando à necessidade da suspensão temporária de novos financiamentos. Esse processo significou limitações ao uso dos recursos do fundo, limitações estas que, associadas às significativas restrições impostas aos gastos do setor público para a realização de empréstimos habitacionais, levaram a uma baixa efetividade da implementação de novas linhas de financiamento então criadas e construídas a partir de projetos apresentados por governos estaduais e municipais (MENDONÇA, 2007).

A partir dos anos 2000, o modelo de Política Nacional da Habitacional se alicerçou sobre dois subsistemas: a) habitação de interesse social, do qual fazem parte o FGTS, com financiamentos onerosos, o FNHIS (Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social), com recursos não-onerosos, além de outros fundos; e b) subsistema de financiamento de habitação de mercado, formado por recursos de cadernetas de poupança e mercado de capitais.

No que concerne ao financiamento do sistema de saneamento básico, vale observar que, a partir da criação do BNH, que tinha como missão mais ampla a elaboração e operacionalização de uma política de desenvolvimento urbano, foi instituído o Sistema Financeiro de Saneamento, que passou a centralizar recursos e coordenar ações do setor. Nos anos de 1970, criou-se o Plano Nacional de Saneamento

(PLANASA), mantido com recursos do FGTS, com aplicação prioritária a expansão do sistema de abastecimento de água. A lógica da formatação desse plano era calcada em: centralização decisória, prestação de serviços subordinada à auto sustentação tarifária, aplicação de subsídios cruzados e obrigatoriedade de concessão dos serviços locais às companhias estaduais (MENDONÇA, 2007).

A extinção do BNH em 1986 e a transferência de atribuições para a CAIXA, que não assumiu a herança regulatória anterior e foi submetida a restrições legais mais severas, reduziu drasticamente a oferta de recursos ao setor. Observou-se naquele período uma significativa queda no nível de recursos do FGTS, que ainda assim continuava a financiar o setor, acumulando dívidas e conflitos de competência entre as instituições do governo federal, levando a um esvaziamento institucional e na progressiva desregulamentação do setor.

Ao longo dos anos de 1990 observaram-se várias mudanças, entre as quais o início do processo de privatizações e alterações de vinculação institucional. Houve relativo sucesso na ampliação da cobertura de serviços e modernização do setor. Para tal, os recursos dos programas federais vieram do FGTS e de instituições de fomento como Banco Mundial e Banco Interamericano de Desenvolvimento. Os programas federais desenrolados nos anos de 1990 puderam ser classificados em dois grupos de ações. O primeiro voltava-se para a redução das desigualdades socioeconômicas e privilegiava sistemas sem viabilidade econômica, enquanto o segundo tinha como premissa o desenvolvimento institucional dos sistemas de saneamento.

A partir dos anos 2000, verificaram-se algumas alterações no sistema como, por exemplo, o fato de a política de saneamento ambiental passar a ser realizada pela Secretaria Nacional de Saneamento Ambiental, vinculada ao recém-criado Ministério das Cidades, com um processo de reordenamento institucional, visando a implementação de várias ações orientadas para a redução do déficit em áreas urbanas metropolitanas críticas e em municípios de pequeno e médio porte. Entre os programas implementados, houve o Saneamento Ambiental Urbano, financiado com recursos da União, do FGTS e FAT, além de fundos internacionais.

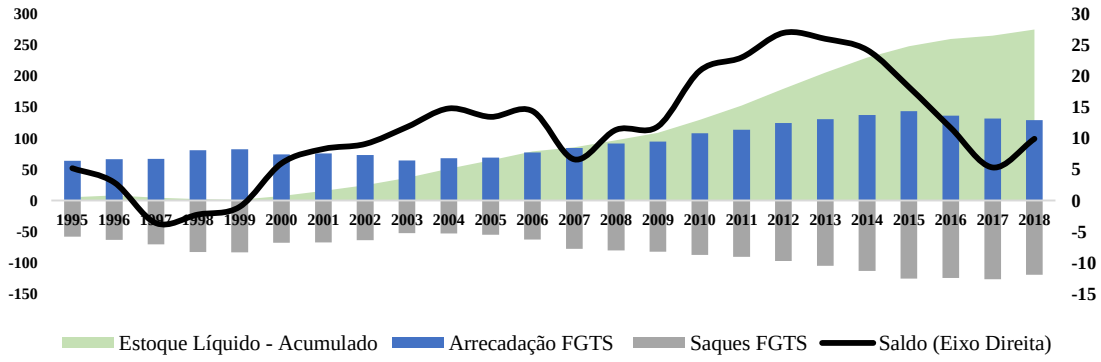
No início de 2007 passou a vigorar a nova Lei do Saneamento Básico (Lei n. 11.445/2007), que prevê a universalização dos serviços de abastecimento de água, rede de esgoto e drenagem de águas pluviais, além da coleta de lixo para garantir a saúde da população brasileira. Entre as principais mudanças destacadas pela mídia está o controle social na gestão dos serviços prestados de saneamento, garantido pela criação de

mecanismos e procedimentos que possibilitam à sociedade o acesso a informações, representação técnica e participação nos processos de formulação de políticas, de planejamento e de avaliação relacionados aos serviços públicos de saneamento básico (MENDONÇA, 2007).

Em 2009, no ápice da crise financeira mundial, o governo federal lançou o Programa Minha Casa Minha Vida como forma de institucionalizar a política habitacional e, em paralelo, promover estimulo adicional à economia a partir do aumento da atividade no setor da construção civil. Por intermédio da Lei 11.977/2009, alterada posteriormente pela Lei 12.424/2011, definiram-se as regras do programa, bem como o reforço da importância do FGTS enquanto fonte de recursos para subsídios às habitações de baixa renda, juntamente com recursos do orçamento da União.

O Conselho Curador do FGTS estabeleceu, por meio da Resolução 702/2012, um conjunto de diretrizes para a elaboração do orçamento do FGTS, bem como para a aplicação dos recursos do fundo, assegurando metas de rentabilidade e reserva de liquidez para saques não previstos, planos plurianuais e garantia de destinação de, no mínimo, 60% dos recursos para investimento em habitação popular.

GRÁFICO 2.8
FGTS – Arrecadação e Saque de Recursos (1995-2018)
Em R$ bilhões - dez/2018 – IGP-DI[1]



[1]O período de tempo observado no gráfico se justifica pela disponibilidade de dados.

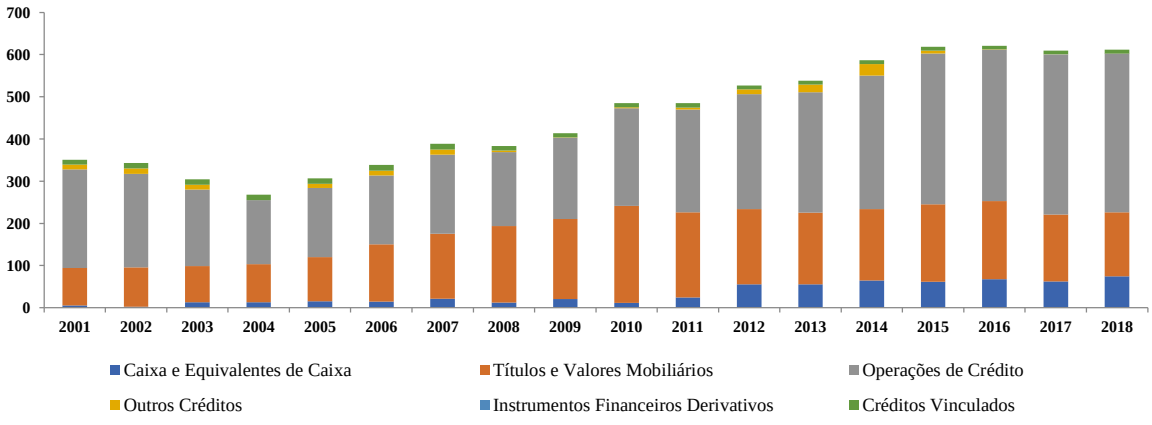
Fonte: Demonstrativos CAIXA – FGTS. Elaboração própria.

O Gráfico 2.8 traz a evolução dos recursos arrecadados pelo FGTS, a título de depósitos patronais sobre o salário dos servidores regidos pela CLT, bem como os saques realizados periodicamente, respeitando as exigências definidas em lei, para o período entre 1995 e 2018.

Nota-se, a partir dos dados que, com exceção do período entre 1997 e 1999, o valor da arrecadação do FGTS sempre superou os saques realizados, sendo que, os saldos financeiros se fortaleceram entre dois períodos: nos anos de 2000 a 2006 e, posteriormente, entre 2009 e 2014, como resposta a elevação do grau de formalização do emprego na economia brasileira. O nível de saques dos benefícios do FGTS também se intensificou a partir de 2010, o que pode ser explicado em função da possibilidade de uso dos saldos desses recursos para o financiamento da habitação.

O Gráfico 2.9 traz a composição das principais operações ativas do FGTS abrangendo o período entre 2001 e 2018. Pode-se observar, após a retração observada entre o período 2001 e 2004, uma significativa expansão patrimonial, sobretudo em termos das operações de crédito realizadas. Ainda além, a presença relevante de títulos e valores mobiliários se justifica como forma de garantir a manutenção de recursos líquidos para fazer frente às exigências de reserva mínima de liquidez – nos termos da Resolução CGFGTS 9/1990, alterada pela Resolução CGFGTS 702/2012 – bem como parte da estratégia de aplicação de recursos nos fundos de investimentos do FGTS (FI-FGTS e Fundo de Investimento Imobiliário – FGTS).

GRÁFICO 2.9
FGTS – Balanço Patrimonial - Ativo (2001-2018)
Em R$ bilhões - dez/2018 – IGP-DI[1]



[1] O período de tempo observado no gráfico se justifica pela disponibilidade do detalhamento de dados

Fonte: Demonstrações Financeiras do FGTS, vários anos. Elaboração própria.

O que se pode depreender das informações, bem como da institucionalidade analisada é que além do FGTS ter sido, historicamente, decisivo para garantir, principalmente, o financiamento da habitação e, em menor grau – mas não menos importante – o financiamento do saneamento básico e da infraestrutura, a comparação

entre as entradas e saídas de recursos do fundo demonstra a estabilidade do *funding* – haja vista a evolução do estoque acumulado dos saldos.

2.2.2. A ESTRUTURA DO FUNDO DE AMPARO AO TRABALHADOR (FAT)

O Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) foi instituído pela Lei 7.998/1990, que, em realidade, regulamentou o Artigo 239 da Constituição Federal de 1988, para consolidar os recursos oriundos do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP). Trata-se de um fundo contábil, de natureza financeira, gerido pelo Conselho Deliberativo do FAT, órgão composto por representantes dos trabalhadores, empregadores e governo.

Os fundos PIS e PASEP foram criados em 1970, com os objetivos de permitir a participação dos trabalhadores nos resultados do crescimento econômico e das empresas, incentivar a formação de seu patrimônio, contribuir para melhorar a distribuição de renda e possibilitar a utilização dos recursos acumulados em favor do desenvolvimento econômico e social. O PIS foi constituído por contribuições das empresas privadas e a gestão era realizada pela CAIXA, enquanto o PASEP, constituído pelas contribuições do setor público, era gerido pelo Banco do Brasil.

Ao fim de cada exercício financeiro, os recursos arrecadados eram distribuídos nas contas individuais dos trabalhadores, de acordo com a remuneração recebida e o número de anos trabalhados. Os participantes podiam sacar, ao fim de cada exercício financeiro, os recursos equivalentes aos rendimentos de suas contas e o principal, em situações específicas, como para compra ou construção da casa própria, casamento, aposentadoria, invalidez permanente ou morte do participante.

A partir de 1974, os recursos passaram a ser aplicados de forma unificada, por meio do BNDES, permanecendo ainda sob responsabilidade do Banco do Brasil e da CAIXA a administração das contas individuais, dos pagamentos de rendimentos e de saques do principal. Os recursos foram direcionados para o financiamento de investimentos prioritários no âmbito do Plano Nacional de Desenvolvimento (PND).

A Lei Complementar 26/1975 promoveu alterações significativas nos fundos PIS e PASEP. Quando essa lei entrou em vigor, as arrecadações dos dois programas passaram a integrar um único fundo, denominado Fundo PIS-PASEP. Além disso, os trabalhadores cadastrados há pelo menos cinco anos, e que recebessem salário mensal

de até cinco vezes o valor do salário mínimo, receberiam, a cada exercício, um salário mínimo. Caso os rendimentos que tivessem direito a sacar anualmente não totalizassem um salário mínimo, esse valor estaria assegurado, por meio de um pagamento complementar – deu-se assim a criação do abono. Posteriormente, o Programa de Seguro-Desemprego foi instituído pelo Decreto-Lei 2.284/1986, com a finalidade de prover assistência temporária ao trabalhador desempregado em virtude de dispensa sem justa causa (MELO *et. al*., 2018).

Com a promulgação da Constituição Federal em 1988, ficou definido que os recursos do PIS-PASEP seriam direcionados ao pagamento do seguro-desemprego e do abono salarial, além de determinar que ao menos 40% dos recursos deveriam ser transferidos para o BNDES, para financiar projetos relevantes para o desenvolvimento econômico.

A Constituição Federal, e sua regulamentação subsequente, criou um sistema de proteção ao trabalhador, que incluía os benefícios do seguro-desemprego e do abono salarial, além de políticas ativas, como a oferta de serviços de requalificação profissional e de recolocação, e, adicionalmente, gerava empregos por meio dos recursos destinados ao BNDES para financiar projetos de desenvolvimento, que geravam empregos e ampliavam a renda. A criação do FAT representou mais que uma solução de fonte de recursos para o seguro-desemprego. Permitiu, também, a montagem de um sistema de proteção do trabalhador sem utilizar recursos orçamentários. Os ingressos anuais das contribuições PIS-PASEP foram direcionados para os pagamentos de benefícios e demais gastos correntes do FAT, os quais eram acrescidos dos juros sobre os recursos repassados ao banco de desenvolvimento, que, com sua aplicação, gerava desenvolvimento econômico e empregos (MELO *et. al*., 2018).

A Lei 7.998/1990 criou o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), regulamentou o Programa do Seguro-Desemprego, o Abono Salarial e instituiu o Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (CODEFAT), órgão colegiado, de caráter tripartite e paritário, composto por representantes dos trabalhadores (quatro centrais sindicais), dos empregadores (quatro centrais patronais) e do governo, como gestor do Fundo. Dentre as funções mais importantes do órgão estão as de elaborar diretrizes para programas e alocação de recursos, de acompanhar e avaliar seu impacto social e de propor o aperfeiçoamento da legislação referente às políticas públicas de emprego e renda (CINTRA, 2007).

A Lei 8.352/1991 regulamentou o uso das disponibilidades financeiras do FAT, podendo ser aplicadas em títulos do Tesouro Nacional, por intermédio do Banco Central – garantindo uma reserva mínima de liquidez - e depois transferido para o Banco do Brasil e em depósitos especiais remunerados e disponíveis para imediata movimentação, nas instituições financeiras oficiais federais. A reserva mínima de liquidez destina-se a garantir, em tempo hábil, os recursos necessários ao pagamento das despesas referentes ao Programa do Seguro-Desemprego e do Abono Salarial.

O FAT Constitucional[50] tem caráter permanente e destinação compulsória ao BNDES, sendo também denominado recurso ordinário. Constitui fonte permanente e segura, com custos compatíveis para o financiamento de longo prazo de investimentos em atividades produtivas. Como seu prazo de exigibilidade é indefinido, seu saldo passou a ser denominado como dívida subordinada, uma vez que não há previsão de devolução do principal, mas apenas o pagamento periódico de juros. Todavia, os recursos alocados no FAT Constitucional podem ser resgatados pelo CODEFAT no caso de insuficiência de recursos para o pagamento do seguro-desemprego e do abono salarial. Como os Depósitos Especiais do FAT são exigíveis a qualquer momento, em caso de insuficiência de recursos, o CODEFAT realiza primeiro o seu recolhimento. Se ainda assim não houver recursos suficientes para o pagamento dos benefícios do seguro-desemprego e abono salarial, se procederá ao recolhimento dos recursos ordinários. Nesse caso, o BNDES deverá recolher ao CODEFAT as seguintes parcelas: até 20% sobre o saldo ao final do exercício anterior nos dois primeiros exercícios, até 10% do terceiro ao quinto exercício e até 5% a partir do sexto exercício. Por se configurar dívida subordinada, parte do saldo do FAT Constitucional pode ser contabilizado para efeito de cálculo do Patrimônio de Referência do BNDES.

Além disso, o FAT transformou-se em um núcleo organizador de políticas de emprego implementadas no país. A magnitude do *funding* possibilitou a configuração de um modelo integrado de políticas públicas para o mercado de trabalho, visando o amparo do trabalhador mediante os programas de seguro-desemprego, formação profissional, intermediação de mão-de-obra, garantias de renda, geração de emprego urbano e rural, entre outros. As principais ações de emprego financiadas com recursos do FAT foram estruturadas em torno de dois programas: o Programa do Seguro-

[50] A partir da promulgação da Constituição Federal de 1988, 40% dos recursos arrecadados seriam destinados para o financiamento de programas de desenvolvimento econômico, por meio do BNDES. Com o advento da Emenda Constitucional 103/2019, o percentual mínimo de aplicação se reduziu para 28%.

Desemprego - com as ações de pagamento do benefício do seguro-desemprego, que promove a assistência financeira temporária ao trabalhador desempregado, em virtude de dispensa sem justa causa; de qualificação e requalificação profissional e de orientação e intermediação de mão-de-obra - e os Programas de Geração de Emprego e Renda - com a execução de programas de estímulo à geração de empregos e fortalecimento de micro e pequenos empreendimentos - cujos recursos são alocados por meio dos depósitos especiais (CINTRA, 2007).

No caso do FAT Constitucional, o BNDES possui liberdade para decidir sobre as aplicações dos recursos, desde que em programas de desenvolvimento econômico, como determinado na Constituição Federal e respeitadas as normas definidas na política operacional da instituição. No caso dos depósitos especiais, os recursos devem ser aplicados em setores e programas específicos previamente determinados e aprovados pela Secretaria-Executiva do CODEFAT.

Excluídos os recursos direcionados ao BNDES e as despesas com o Programa Seguro-Desemprego e Abono Salarial, os recursos podem ser alocados de duas formas: em um primeiro momento, é necessária a constituição de uma reserva mínima de liquidez – em geral, calculada como o valor capaz de garantir o pagamento dos Programas de Seguro-Desemprego e Abono Salarial por um intervalo de seis meses – que deve obrigatoriamente ser aplicada em títulos públicos; em um segundo momento, conformam-se os chamados Depósitos Especiais, que são as disponibilidades financeiras "excedentes", repassadas às instituições oficiais federais que funcionam como agentes financeiros dos Programas – Banco do Brasil, CAIXA, Banco do Nordeste, Banco da Amazônia, BNDES e Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP). Esses recursos sustentam os Programas de Geração de Emprego e Renda, que oferecem crédito notadamente para micro e pequenos empresários, cooperativas ou setores informais, com vistas à promoção de novas vagas de emprego ou ao aumento da renda, capacitação dos trabalhadores e prioridade sobre setores considerados estratégicos para o desenvolvimento do país, tais como transporte coletivo e infraestrutura voltada à elevação da competitividade do país.

As receitas do FAT provêm da arrecadação da contribuição do PIS-PASEP, de uma cota-parte da contribuição sindical, da remuneração de seus repasses ao BNDES, da remuneração dos depósitos especiais, da remuneração do Fundo Extramercado no Banco do Brasil e dos rendimentos dos saldos disponíveis nas contas do FAT, na CAIXA e no Banco do Brasil, para pagamento dos benefícios de seguro-desemprego e

abono salarial. Constituem ainda receitas do FAT as restituições de convênios, as restituições de benefícios não desembolsados, multas destinadas ao FAT e outros recursos repassados pelo Tesouro Nacional.

Desde 1994, a desvinculação dos tributos e das contribuições sociais é aplicada aos fundos e às despesas e, especificamente, afeta os recursos disponíveis do FAT, e transferidos ao BNDES. A desvinculação foi aprovada inicialmente em 1994, com o nome de Fundo Social de Emergência (FSE), com previsão de ser temporária, mas foi sucessivamente estendida. Em 1996 o FSE foi renomeado como Fundo de Estabilização Fiscal (FEF), com vigência até junho de 1997, prazo que foi estendido até 31 de dezembro de 1999. Em 2000 o FEF foi substituído pela Desvinculação de Receitas da União (DRU) (MELO *et. al.,* 2018).

O Fundo Social de Emergência (FSE) e o Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) retiraram um quarto da arrecadação do PIS-PASEP no período entre 1994 e 1999. O governo fixou, em 2000, por meio da Desvinculação de Receitas da União (DRU), o uso discricionário, por parte da União, de 20% das receitas de impostos e contribuições sociais, até 2003, ampliando os recursos destinados ao FAT, em relação ao FSE e ao FEF. A DRU foi sucessivamente estendida para 2007, depois para 2011 e para 2015. Em 2016, a DRU foi estendida para 2023 e, diante da grave situação fiscal do setor público, foi ampliada para 30% (MELO *et al,* 2018).

Além da desvinculação tributária, a partir de meados dos anos 2000, e especialmente a partir de 2008, o Governo Federal adotou, como medida anticíclica voltada a estimular a economia diante dos efeitos da crise financeira mundial, a desoneração tributária sobre diversos bens de consumo duráveis, sobre os produtos que compõem a cesta básica e, também, sobre a folha de pagamentos das empresas. Os objetivos foram incentivar a demanda, por meio da redução de preços gerada pela redução da tributação, e ampliar as contratações de funcionários pelas empresas, com a redução do custo sobre a folha de pagamentos.

As desonerações fiscais tiveram um impacto importante sobre a arrecadação das contribuições do fundo PIS-PASEP. Entre 2008 e 2017, as desonerações representaram, em média, 90% da DRU. Nos anos 2014 e 2015, as desonerações fiscais foram superiores à DRU. A arrecadação líquida das contribuições PIS-PASEP direcionadas ao FAT cresceu, no período 1995-2017, cerca de 70%, enquanto o PIB, no mesmo período, aumentou 65%, mesmo com a desoneração fiscal e a DRU (MELO et. al., 2015).

O crescimento da arrecadação do FAT, nesses anos, foi superior ao crescimento do PIB e absorveu a incidência da DRU e das desonerações sem comprometer significativamente o patrimônio do fundo. Assim, a geração de emprego financiada com os recursos do FAT, em sua concepção virtuosa, cria as condições para o aumento da arrecadação fiscal e também do fundo e, consequentemente, permite a ampliação da requalificação profissional e do apoio aos trabalhadores no desemprego, podendo contribuir de forma relevante para o fortalecimento desse mecanismo endógeno de proteção aos trabalhadores.

No caso das despesas do FAT, observa-se um crescimento bastante significativo a partir de meados dos anos 2000, bem como uma mudança de sua composição, com redução dos gastos destinados à qualificação profissional e à intermediação do emprego, e o aumento das despesas obrigatórias – o abono salarial e o seguro-desemprego.

Melo (2015), analisando as variações das despesas do FAT, aponta que o total de trabalhadores formais do setor privado – regidos pela CLT – passou de 23 milhões em 2003 para 40 milhões em 2013. Assim, o crescimento do número de trabalhadores com potencial recebimento do benefício do seguro desemprego provoca um crescimento de sua concessão. Ao longo do período 2003-2013, a quantidade de beneficiários passou de 5,1 milhões para 8,9 milhões, crescimento semelhante, ao crescimento do mercado de trabalho formal.

A política de valorização do salário mínimo também gera impacto sobre as despesas com o seguro-desemprego, pois o menor benefício a que o trabalhador desempregado tem direito corresponde a um salário mínimo nacional, estando, assim, atrelado a sua variação. No período entre 2002 e 2013, o salário mínimo foi reajustado em 239%, enquanto o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou apenas 87%, o que significa que o crescimento foi aproximadamente de 80% acima da inflação medida pelo IPCA (MELO, 2015).

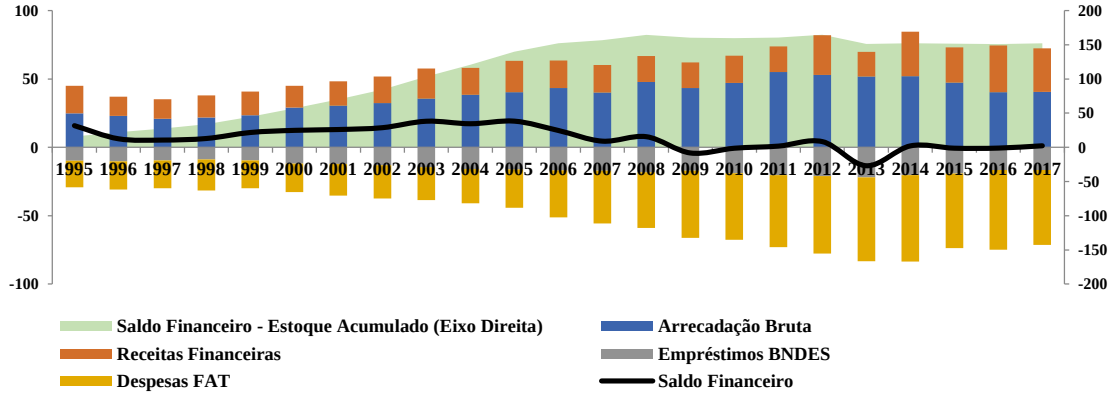
A ampliação dos gastos com o abono salarial apresentou um comportamento semelhante aos gastos com seguro-desemprego. Assim como o seguro-desemprego, o abono salarial é afetado tanto pela valorização do salário mínimo quanto pela formalização do mercado de trabalho. O aumento real do salário mínimo amplia o número potencial de trabalhadores que têm direito a recebê-lo, ao mesmo tempo em que aumenta o valor dos benefícios. O crescimento do emprego formal tem um efeito considerável sobre o abono salarial, uma vez que a maioria dos empregos gerados oferece remuneração até dois salários mínimos, exatamente o público do benefício.

Melo (2015) aponta que, entre 2003 e 2013, o público-alvo do abono salarial passou de 40% dos trabalhadores formais (celetistas e estatutários) para 50%.

Desde 1995, no ano seguinte à instituição do FSE, o FAT obtém resultado primário negativo. Os sucessivos déficits primários (receita primária é inferior aos pagamentos do seguro-desemprego, abono salarial e repasse ao BNDES) foram cobertos pelas demais receitas, especialmente as financeiras. Esses déficits foram sucessivamente cobertos pelos pagamentos de juros de seus recursos disponíveis aplicados pelos bancos oficiais federais, na forma de depósitos especiais ou do FAT Constitucional (no BNDES), e pelo rendimento de suas reservas no Fundo Extramercado. Até 2008, o resultado nominal do FAT foi positivo, pois suas receitas financeiras eram suficientes para cobrir os déficits primários. Os recursos repassados ao BNDES permitiram a formação de um patrimônio do fundo, que retornava ao FAT, na forma de pagamentos de juros. Entretanto, diante da insuficiência das receitas financeiras, a partir de 2010, o Tesouro Nacional passou a fazer aportes ao FAT para a cobertura do déficit. O Tesouro repassou ao fundo, entre 2010 e 2017, aproximadamente R$ 60 bilhões (MELO *et. al.*, 2018).

O Gráfico 2.10 traz o fluxo de arrecadação de recursos do FAT e das despesas associadas aos programas do Seguro Desemprego, do Abono Salarial e de outros relacionados à geração de emprego e renda, entre os anos de 1995 e 2017. Depreende-se da análise que, com exceção dos anos de 2009 e 2013, a arrecadação líquida do fundo foi positiva, o que justifica o estoque acumulado de recursos apresentar uma trajetória de crescimento até o ano de 2008. A partir de 2009, os valores das entradas permaneceram semelhantes aos valores das saídas, sendo que o aumento das despesas do FAT se explica pelo aumento do pagamento dos benefícios do abono salarial – o que corrobora a ideia de que o crescimento dos empregos formais observados no período se concentrou nas faixas salariais com direito ao recebimento do benefício (até 02 salários mínimos) – e do seguro desemprego – o que é reflexo do elevado grau de rotatividade do mercado de trabalho e das demissões motivadas por parte do empregador.

GRÁFICO 2.10
FAT – Arrecadação e Saque de Recursos (1995-2017)
Em R$ bilhões - dez/2017 – IGP-DI[1]

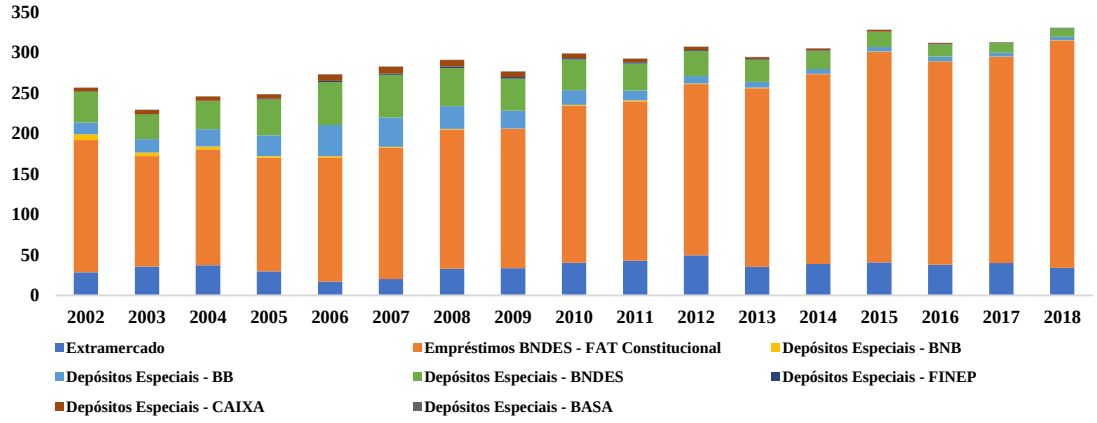


[1] O período de tempo observado no gráfico se justifica pela disponibilidade de dados.

Fonte: Demonstrações Financeiras do FAT, vários anos. Elaboração Própria.

O Gráfico 2.11 traz a evolução patrimonial dos recursos do FAT em termos da destinação de suas aplicações para o período entre 2002 e 2018. Diferentemente do FGTS, quando se teve uma elevação significativa dos recursos do ponto de vista patrimonial, o balanço do FAT em termos das operações ativas teve um nível reduzido de crescimento ao longo do período atualizado. Ainda assim, mostra-se importante considerar a consistência do patrimônio e o crescimento dos recursos do FAT Constitucional.

GRÁFICO 2.11
FAT – Balanço Patrimonial - Ativo (2002-2018)
Em bilhões - R$ dez/2018 – IGP-DI[1]



[1] O período de tempo observado no gráfico se justifica pela disponibilidade do detalhamento de dados.

Fonte: Demonstrações Financeiras do FAT, vários anos. Elaboração Própria.

Assim, entende-se que, a partir da institucionalidade observada e da estabilidade de seus fluxos de entradas e saídas de recursos, o FAT desempenha um papel relevante na economia brasileira, viabilizando, por um lado, a possibilidade do pagamento de benefícios ao trabalhador seja em termos de complemento de renda – abono salarial – ou de assistência em momentos de instabilidade do mercado de trabalho – seguro-desemprego - e, por outro lado, a possibilidade de direcionar recursos para o BNDES promover sua atividade precípua de se constituir, historicamente, como o provedor de financiamento de longo prazo da economia brasileira.

2.2.3. A ESTRUTURA DOS FUNDOS CONSTITUCIONAIS DE FINANCIAMENTO

Os Fundos Constitucionais de Financiamento constituem um dos principais instrumentos de política de fomento regional no Brasil. São fundos públicos de poupança compulsória regional, enquanto entidades públicas de natureza contábil-financeira, com fontes de receitas oriundas de impostos e destinação exclusiva sob a forma de operações de crédito.

Cintra (2007) observa que, desde o pós-guerra, os governos nacionais em geral, e o governo brasileiro, em particular, passaram a enfrentar as desigualdades regionais por meio de políticas compensatórias de desenvolvimento. Inicialmente, essas políticas procuraram atrair capitais privados para as regiões menos desenvolvidas, mediante incentivos fiscais, crédito subsidiado e investimento público em infraestrutura, favorecendo a expansão dos empreendimentos produtivos. Entretanto, além de não ter havido a consolidação do dinamismo econômico esperado, assistiu-se a um aumento da concentração de renda e deterioração na qualidade de vida das populações. Diante disso, a partir dos anos 1980, com a crise financeira e fiscal do Estado brasileiro, tentou-se priorizar as áreas dinâmicas das regiões menos desenvolvidas.

Nesse contexto, os fundos regionais de poupança compulsória foram criados para compensar a fragilidade fiscal e financeira de Estados e Municípios das regiões periféricas. Os recursos desses fundos públicos regionais passaram a ser geridos por instituições financeiras oficiais - Banco da Amazônia, Banco do Nordeste e Banco do Brasil - como instrumentos de promoção do desenvolvimento, priorizando o financiamento de atividades produtivas e de infraestrutura, contribuindo para a redução das desigualdades regionais (CINTRA, 2007).

Macedo (2015) observa que o FNO, o FNE e o FCO despertam interesse pela sua importância como modalidade de crédito de desenvolvimento que pode conduzir ao melhor aproveitamento das potencialidades regionais. Ainda além, eles se constituem por meio de ingressos permanentes e contínuos para as três regiões e não substituem outras fontes de financiamento e os gastos do governo federal. Seu caráter obrigatório e sua arquitetura legal os protegem de influências conjunturais de contingenciamento.

Em termos gerais, a partir dos anos 2000, houve uma mudança importante na política de aplicação dos bancos oficiais, sobretudo no Banco do Nordeste e no Banco do Brasil, que passaram a desempenhar um papel mais ativo, tendo os recursos dos Fundos Constitucionais de Financiamento como *funding* de suas operações para consolidar cadeias produtivas locais e expandir o crédito produtivo orientado. Isso favoreceu a oferta de financiamentos para setores e/ou atividades menos desenvolvidas, carentes de assistência técnica, crédito e redes de distribuição, bem como fortaleceu determinadas cadeias produtivas locais, geradoras de emprego e renda (CINTRA, 2007).

Nas próximas subseções, analisa-se, em linhas gerais, a estrutura dos Fundos Constitucionais de Financiamento e a relação entre a institucionalidade e a atuação dos bancos públicos em cada uma das regiões em questão. Esclarece-se que o intuito das próximas subseções não é adentrar na estrutura patrimonial dos fundos em questão, bem como observar os dados relativos aos setores receptores dos recursos dos fundos. A ideia fundamental é corroborar a importância da institucionalidade atrelada aos Fundos Constitucionais de Financiamento e a centralidade dos bancos públicos no tocante à operacionalização das políticas e diretrizes pré-estabelecidas, além de explicitar a atuação dessas instituições enquanto agentes financeiros no direcionamento de recursos para as atividades produtivas regionais.

2.2.3.1. O FUNDO CONSTITUCIONAL DE FINANCIAMENTO DO NORDESTE (FNE)

Criado em 1988, o Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste (FNE) é um instrumento de política pública federal operado pelo Banco do Nordeste que objetiva contribuir para o desenvolvimento econômico e social do Nordeste, por meio da execução de programas de financiamento aos setores produtivos, em consonância

com o plano regional de desenvolvimento, possibilitando, assim, a redução da pobreza e das desigualdades.

O FNE tem seus recursos oriundos de 1,8% do produto da arrecadação do imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza e do imposto sobre produtos industrializados para serem aplicados no financiamento das atividades econômicas desenvolvidas em bases sustentáveis na Região Nordeste.

Provido de recursos federais, o FNE financia investimentos de longo prazo e, complementarmente, capital de giro ou custeio. Além dos setores agropecuário, industrial e agroindustrial, também são contemplados com financiamentos os setores de turismo, comércio, serviços, cultura e infraestrutura.

O FNE atende a 1.990 municípios situados nos nove estados que compõem a região Nordeste e no Norte dos estados do Espírito Santo e de Minas Gerais, incluindo os Vales do Jequitinhonha e do Mucuri, contemplando com acesso ao crédito os segmentos empresariais de microempreendedores individuais, produtores, empresas, associações e cooperativas. É operacionalizado em respeito às diretrizes legais, tais como: destinação de pelo menos 50% do ingresso de recursos para a região do semiárido; ação integrada com as instituições federais sediadas na região; tratamento preferencial aos mini, micro e pequenos empreendedores; preservação do meio ambiente; conjugação do crédito com a assistência técnica; democratização do acesso ao crédito e apoio às atividades inovadoras.

Nesse contexto, um dos programas do FNE, o FNE Itinerante, por exemplo, tem por objetivo beneficiar, por meio da divulgação das linhas de financiamento do FNE, as micro e pequenas empresas e microempreendedores individuais, instaladas naqueles municípios que apresentam maiores dificuldades de acesso ao sistema bancário. Os eventos[51] do FNE Itinerante caracterizam-se pela oferta de palestras técnicas e informativas, atendimento negocial individual dos participantes e pelo agendamento de visitas gerenciais a microempresários e microempreendedores individuais.

O Banco do Nordeste, anualmente, elabora a proposta de aplicação de recursos por meio da Programação do Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste, a qual contempla, dentre outros aspectos, as estratégias de ação e os programas de

[51] A realização dos eventos itinerantes é priorizada em municípios interioranos que atendam aos critérios coadunados às disposições da política de desenvolvimento, contando com o fundamental apoio de instituições parceiras, tais como o Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae), os Governos Municipais, a Câmara dos Dirigentes Lojistas (CDLs) e outras instituições de representatividade local.

financiamento, além dos planos estaduais de aplicação de recursos. O processo de elaboração, além da observância à legislação que regulamenta os fundos constitucionais, adota metodologia participativa, a partir da realização de reuniões de trabalho em cada um dos Estados que compõem a área de abrangência do FNE, envolvendo representantes dos governos Federal, estaduais e municipais, bem como representantes do setor produtivo e da sociedade civil organizada.

Ainda além, o Banco do Nordeste produz relatórios de resultados e impactos do FNE, em consonância com a PNDR e com as diretrizes e orientações gerais oriundas do Ministério da Integração Nacional, as diretrizes e prioridades estabelecidas pelo Conselho Deliberativo da Sudene (CONDEL/SUDENE) e pela programação anual, que é o instrumento normativo e de planejamento direcionador dos financiamentos anuais do FNE. É importante destacar também que os relatórios passam por processos periódicos de auditoria por parte de órgãos de controle – no caso, o Tribunal de Contas da União – que promove recomendações em termos de melhoria de indicadores ou de metodologia de análises com o intuito de contribuir para que o Banco do Nordeste torne ainda mais eficaz a sua atuação enquanto agente operador e financeiro do FNE.

2.2.3.2. O FUNDO CONSTITUCIONAL DE FINANCIAMENTO DO NORTE (FNO)

Criado em 1988, o Fundo Constitucional de Financiamento do Norte (FNO) é um instrumento de política pública federal operado pelo Banco da Amazônia que objetiva contribuir para o desenvolvimento econômico e social da região Norte, através da execução de programas de financiamento aos setores produtivos, em consonância com o plano regional de desenvolvimento, possibilitando, assim, a redução da pobreza e das desigualdades.

O FNO tem seus recursos oriundos de 0,6% do produto da arrecadação do imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza e do imposto sobre produtos industrializados para serem aplicados no financiamento das atividades econômicas desenvolvidas em bases sustentáveis na Região Norte.

Assim como no caso do FNE, o FNO também direciona os recursos financiados para investimentos de longo prazo e, de forma complementar, para o capital de giro ou custeio das atividades operacionais. Além dos setores agropecuário, industrial e agroindustrial, também são contemplados com financiamentos os setores de turismo,

comércio, serviços, cultura e infraestrutura. As empresas e os produtores rurais que desejarem iniciar, ampliar ou modernizar atividades produtivas na região Norte, podem contam com o apoio do FNO para financiar seus empreendimentos com prazo de pagamento diferenciado e taxas de juros reguladas.

A área de atuação do FNO abrange toda a Região Norte, compreendendo os Estados do Acre, Amapá, Amazonas, Pará, Rondônia, Roraima e Tocantins. Essa área corresponde a 45,3% do território nacional, atingindo 450 municípios que compõem a base político-institucional da região, com uma população de 17,92 milhões de habitantes.

Entre os programas de financiamento contemplados pelo FNO, tem-se: a) Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (FNO-PRONAF); Programa de Financiamento do Desenvolvimento Sustentável da Amazônia (FNO-Amazônia Sustentável); o Programa de Financiamento em Apoio à Agricultura de Baixo Carbono e Programa de Financiamento para Manutenção e Recuperação da Biodiversidade Amazônia (FNO-ABC/Biodiversidade); o Programa de Financiamento às Micro e Pequenas Empresas e aos Microempreendedores Individuais (FNO-MPEI) e o Programa de Financiamento Estudantil (FNO - FIES).

O Banco da Amazônia, anualmente, elabora e submete à SUDAM a Proposta de Aplicação de Recursos Financeiros do Fundo, a qual contempla, dentre outros aspectos, as estratégias de ação e os programas de financiamento, além dos planos estaduais de aplicação de recursos.

O processo de elaboração da Programação FNO, além da observância à legislação que regulamenta os fundos constitucionais, adota metodologia participativa, a partir da realização de reuniões de trabalho em cada um dos sete Estados que compõe a área de abrangência do FNO, sendo que essa metodologia envolve representantes das três esferas do governo Federal, estaduais e municipais, bem como representantes do setor produtivo e da sociedade civil organizada.

Os Planos de Aplicação de Recursos elaborados pelo Banco da Amazônia representam importantes ferramentas estratégicas na condução da política de crédito da instituição e são concebidos em alinhamento com as políticas e programas do Governo Federal para a Amazônia e prioridades dos nove Estados da Região Amazônica.

Assim como observado no caso do FNE, o FNO também possui um programa de fomento de caráter itinerante. O FNO Itinerante é fundamental na disseminação do crédito para os municípios mais carentes, classificados pela PNDR como de baixa renda

e de média renda, estagnados ou dinâmicos, que não receberam ou que houve pouca aplicação de recursos do FNE, mediante a disponibilização das linhas de financiamento. O FNO Itinerante também tem caráter informativo, onde são prestados esclarecimentos de como obter o crédito, renegociação de dívidas, simulação de valores, palestras técnicas e institucionais, agendamento de visitas gerenciais a empreendimentos rurais, a empresários e microempreendedores individuais, possibilitando a realização e prospecção de novos negócios.

O Banco da Amazônia também realiza relatórios de gestão, seja em função da destinação de recursos no âmbito do FNO regular como também em sua modalidade itinerante, que passou a ser produzido a partir de 2017, apresentando as atividades desenvolvidas dentro das diretrizes estabelecidas no âmbito da PNDR e do Conselho de Deliberativo do SUDAM (CONDEL/SUDAM), cabendo ao Tribunal de Contas da União a fiscalização externa posterior.

Sampaio (2015), ao analisar o desempenho do FNO no período entre 1995 e 2012, observa que a região Norte tem um padrão de crescimento marcado principalmente pela dinâmica dos grandes projetos realizados durante a ditadura militar - Zona Franca de Manaus e exploração mineral em Carajás – e, em adicional, pela dinâmica da expansão da fronteira agropecuária, que já atinge regiões de Rondônia e do Pará, por meio da soja e do gado bovino. A maior parte das demais regiões nesta parte do território brasileiro tem um padrão que apresenta maior dependência de *commodities* agrícolas e minerais, com atividades voltadas para o extrativismo vegetal.

Esse padrão de crescimento tem sido acompanhado por uma maior diversificação produtiva, por exemplo, em comércio e serviços - como o turismo - e também com maior agregação de valor, no qual o FNO, como instrumento da PNDR, tem papel na viabilização econômica de empreendimentos. Dada a sua maior participação no PIB regional, o FNO tem contribuído para a promoção de investimentos produtivos na economia nortista por meio da concessão de empréstimos, principalmente em regiões classificadas como estagnadas, de acordo com a tipologia da PNDR. Além disso, é possível observar uma desconcentração de recursos aplicados no Pará para os demais estados, as quais beneficiam principalmente as três outras principais economias da região, a saber: Amazonas, Rondônia e Tocantins.

A maior parcela dos recursos tem sido direcionada para os atores prioritários da lei que cria os fundos regionais e as diretrizes da PNDR, ou seja, para micro e pequenos produtores rurais e empresariais. Os recursos utilizados pelo fundo atingem mais

fortemente micro e pequenos produtores rurais e de produção familiar que fazem parte do PRONAF, o que tem fortalecido este tipo de produção neste território. Com efeito, nos últimos anos, este programa teve um peso acima da metade dos desembolsos do FNO, superando a parcela que cabe ao desenvolvimento de atividades urbanas propostas pelo programa Amazônia Sustentável (SAMPAIO, 2015).

2.2.3.3. FUNDO CONSTITUCIONAL DE FINANCIAMENTO DO CENTRO OESTE (FCO)

Criado em 1988, o FCO tem por objetivo contribuir para o desenvolvimento econômico e social da Região Centro-Oeste, mediante a execução de programas de financiamento aos setores produtivos, em consonância com o Plano Regional de Desenvolvimento.

O FCO tem seus recursos oriundos de 0,6% do produto da arrecadação do imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza e do imposto sobre produtos industrializados para serem aplicados no financiamento das atividades econômicas desenvolvidas em bases sustentáveis na Região Centro Oeste. Além disso, existem outras fontes de recursos oriundas de retornos e resultados das aplicações; contribuições, doações, financiamentos e recursos de outras origens, concedidos por entidades de direito público ou privado, nacionais e/ou estrangeiras; bem como dotações orçamentárias ou outros recursos previstos em lei.

Na qualidade de administrador do FCO, o Banco do Brasil oferece apoio financeiro aos investimentos de produtores rurais, pessoas físicas ou jurídicas, e pessoas jurídicas de direito privado que se dediquem à atividade produtiva nos segmentos agropecuário, mineral, industrial, comercial e de serviços, agroindustrial e turístico da Região Centro-Oeste. Assim, os financiamentos realizados com recursos do FCO proporcionam ampliação da oferta de emprego e melhor distribuição de renda, contribuindo, assim, para a melhoria da qualidade de vida da população do Centro-Oeste do país.

Para efeito de aplicação dos recursos do FCO, entende-se por Centro-Oeste a região de abrangência dos Estados de Mato Grosso, Mato Grosso do Sul e Goiás e do Distrito Federal. A administração desse Fundo é exercida pelo Ministério do Desenvolvimento Regional, pelo Conselho Deliberativo do Desenvolvimento do Centro-Oeste – CONDEL/SUDECO e pelo Banco do Brasil.

As operações realizadas pelo Banco do Brasil são segregadas de acordo com o tipo de programa. No caso do FCO, as operações são destinadas tanto para o financiamento rural como empresarial, abrangendo, principalmente, os setores de comércio e serviços, turismo, infraestrutura e indústria. A programação elaborada pelo Banco do Brasil é submetida ao CONDEL/SUDECO em periodicidade anual para deliberação e aprovação, respeitando as diretrizes estabelecidas nas políticas setoriais e macroeconômicas do Governo Federal, bem como no Plano Regional de Desenvolvimento do Centro-Oeste (PRDCO).

Entre os principais instrumentos para a transformação das estruturas econômicas da região Centro-Oeste, destacam-se, entre as linhas de financiamento do FCO, os seguintes: FCO Empresarial – composto pelo Programa de Desenvolvimento Industrial, Programa de Infraestrutura Econômica, Programa de Desenvolvimento do Turismo Regional e Programa de Desenvolvimento dos Setores Comercial e de Serviços – e o FCO Rural – composto pelo Programa de Desenvolvimento Rural, Programa de Conservação da Natureza (PRONATUREZA) e pelo Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (PRONAF).

O Banco do Brasil enquanto agente operador do FCO responsabiliza-se pela realização anual de relatórios de gestão que são submetidos, posteriormente, para a apreciação não apenas do Tribunal de Contas da União – conforme ocorre com o FNE e FNO – mas também da Controladoria Geral da União, que subsidia os serviços associados à fiscalização das contas do fundo e da efetividade das políticas e dos recursos direcionados, e de empresas de auditoria independente especializadas no mercado.

Pires (2015), ao analisar o desempenho do FCO no período entre 1995 e 2012, revela que o valor total dos contratos do FCO iniciou um movimento crescente a partir de 2003, mas somente com a crise financeira de 2008 tornaram-se superiores aos valores emprestados no início dos anos 2000. Ainda além, os recursos direcionados pelo FCO para as atividades econômicas no Centro-Oeste tiveram um impacto positivo, seja nos setores voltados para as atividades rurais, seja nos setores empresariais. No caso do setor rural, as principais linhas de financiamento que receberam recursos do FCO foram aquelas relacionadas com o desenvolvimento rural e com o PRONAF. No setor empresarial, as linhas de financiamento que apresentaram maior expansão foram aquelas relacionadas com comércio e serviços e industrial.

Em termos de porte de recursos, Pires (2015) aponta que os empréstimos do FCO por porte apresentaram dois movimentos: o primeiro movimento, que aconteceu antes de 2003, teve o predomínio de empréstimos para agentes econômicos classificados como médios e mini/micros; já o segundo movimento iniciou-se depois de 2003, quando a Resolução nº 197 do CONDEL determinou como agentes econômicos prioritários da política pública aqueles classificados como pequenas e mini/microempresas.

Os recursos do FCO se concentraram, prioritariamente, nas microrregiões de alta renda e estagnadas. Em adicional, os recursos foram canalizados para microrregiões com maior rendimento domiciliar por habitante. Em termos setoriais, houve um direcionamento maior para o desenvolvimento do setor rural *vis-à-vis* ao setor empresarial (PIRES, 2015).

2.2.4. DIRECIONAMENTO DE CRÉDITO E EXIGIBILIDADE SOBRE DEPÓSITOS

Torres Filho (2006) observa que o direcionamento de crédito por meio de recursos captados junto ao sistema bancário ou ao mercado de capitais é um mecanismo amplamente difundido entre economias capitalistas. Nesse caso, ao invés de se ter um sistema amparado pela mobilização de recursos fiscais ou parafiscais para disponibilizar crédito para investimentos considerados prioritários – aos moldes do que foi observado na seção anterior ao analisar a institucionalidade do FGTS, do FAT e dos Fundos Constitucionais de Financiamento - os governos podem mobilizar recursos a partir de poupanças privadas voluntárias, por meio da criação de regras que definam exigibilidades mínimas sobre recursos captados para posterior direcionamento a determinadas atividades produtivas ou para a própria estabilidade do sistema financeiro como um todo.

Neste último caso, os recolhimentos compulsórios, por exemplo, se constituem como parte do instrumental disponível ao Banco Central para a realização de política monetária. Além disso, existem vários tipos de recolhimentos compulsórios e encaixes obrigatórios[52]: recolhimento compulsório sobre recursos à vista; recolhimento

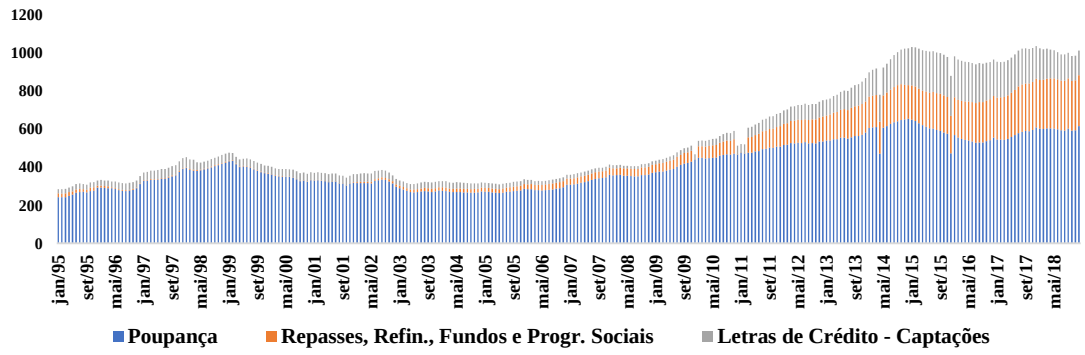
[52] O Banco Central destaca ainda a existência legal de três outras modalidades de recolhimento compulsório que, atualmente, estão com alíquota zerada: recolhimento compulsório sobre a concessão de aval, fiança ou outras garantias em operações de empréstimos/financiamentos entre pessoas físicas ou

compulsório sobre recursos de depósitos e de garantias realizadas; encaixe obrigatório sobre recursos de depósitos de poupança; recolhimento compulsório sobre recursos a prazo; exigibilidade adicional sobre depósitos (BIANCARELLI E CONTI, 2015).

No tocante ao setor habitacional, a Resolução 1.980/1993 estabeleceu que as instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo deveriam direcionar um percentual de seus depósitos de poupança para o crédito habitacional. A exigibilidade serve, portanto, como um pilar complementar para o financiamento habitacional viabilizado pelo FGTS. A Resolução 3.932/2010 definiu que, no mínimo, 65% dos depósitos de poupança seriam direcionados para operações de financiamento imobiliário. Deste montante, pelo menos 80% deveriam ser no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação; e o restante poderia ser alocado em operações de financiamento imobiliário contratado a taxas de mercado. Em caso de descumprimento da exigibilidade, os recursos desenquadrados seriam compulsoriamente recolhidos ao Banco Central.

O Gráfico 2.12 traz a evolução dos recursos mobilizados no âmbito do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos entre os anos de 1995 e 2018, sendo que, em sua maioria, os recursos são oriundos das captações de poupança. A partir de meados dos anos 2000, os recursos provenientes de emissões de letras de crédito ou de repasses de fontes oficiais passaram a aumentar, minimizando o peso da redução do desempenho das captações de poupança a partir de 2015.

GRÁFICO 2.12
Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
Origem de Recursos (1995-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI

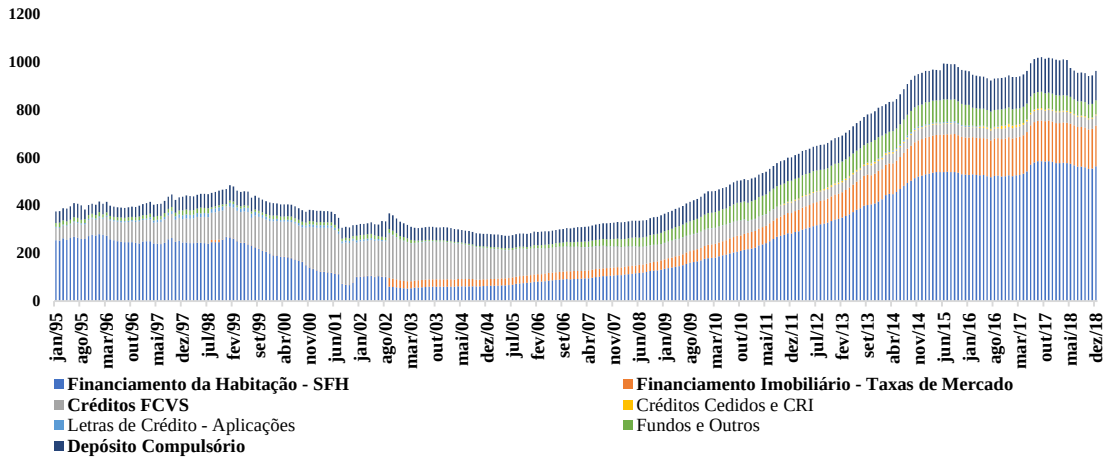


Fonte: Estatísticas do Sistema Financeiro da Habitação. Banco Central. Elaboração Própria.

jurídicas não financeiras; recolhimento compulsório sobre operações ativas e passivas; recolhimento compulsório sobre posição vendida de câmbio.

O Gráfico 2.13 mostra os dados referentes às aplicações dos recursos captados junto ao Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos. Os recursos aplicados no âmbito do Sistema de Financiamento da Habitação – com taxas de juros reguladas – apresentaram predominância entre 1995 e 2000 e após 2006. A quebra observada a partir de 2001 resulta do processo de transferência de créditos da CAIXA para a EMGEA, empresa pública constituída para a recuperação de ativos problemáticos – com o consequente aumento de recursos destinados à créditos do Fundo de Compensação por Variações Salariais (FCVS).

GRÁFICO 2.13
Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
Aplicação de Recursos (1995-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Estatísticas do Sistema Financeiro da Habitação. Banco Central. Elaboração Própria.

Outra importante exigibilidade destina-se ao provimento de recursos para o crédito rural. A Lei 4.829/1965, que institucionalizou o crédito rural, deu ao Conselho Monetário Nacional a prerrogativa de fixar um percentual dos recursos operados por um grupo de instituições financeiras que deveriam ser direcionados para essa modalidade de crédito. Essa exigibilidade deve ser cumprida pelo Banco da Amazônia, Banco do Brasil, Banco do Nordeste do Brasil, bancos cooperativos e demais instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo que operem crédito rural (BIANCARELLI E CONTI, 2015).

Os bancos têm que destinar 30% dos depósitos à vista, 60% dos depósitos em poupança rural e 35% das captações com LCA para aplicar em operações de crédito rural. O Conselho Monetário Nacional estabelece direcionamentos para cada segmento rural de acordo com o perfil do produto. Do total dos recursos da exigibilidade, no

mínimo 13% devem ser destinados ao Programa Nacional de Apoio ao Médio Produtor Rural (PRONAMP), 10% ao Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (PRONAF) e 20% em linhas de crédito a cooperativas. O descumprimento dessas determinações resulta em sanções. Para o cumprimento das exigências, faculta-se aos bancos repassar recursos a outras instituições financeiras por meio dos Depósitos Interfinanceiros Vinculados ao Crédito Rural que utilizarão esses recursos para crédito rural (BIANCARELLI E CONTI, 2015).

Os Depósitos Interfinanceiros Vinculados ao Crédito Rural são utilizados para o direcionamento de crédito para a população de baixa renda e microempreendedores. Instituída pela Lei 10.735/2003 e atualmente regulamentada pela Resolução 4.153/2012, ela determina que os bancos múltiplos com carteira comercial, os bancos comerciais e a CAIXA devem destinar ao menos 2% de seus depósitos à vista para a modalidade de crédito supracitada. Para essas operações, as taxas de juros devem ser de no máximo 2% ao mês – ou 4% ao mês no caso de operações vinculadas ao Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO); o valor do crédito não pode superar R$ 2.000 no caso da população de baixa de renda; e R$ 15.000 no caso dos microempreendedores enquadrados no PNMPO; e o prazo da operação não pode ser inferior a 120 dias.

O PRONAF é um dos projetos custeados pelo sistema nacional de crédito rural. A iniciativa financia ações que geram renda aos agricultores familiares e assentados da reforma agrária. Os recursos do PRONAF podem ser disponibilizados de forma individual ou coletiva. As taxas efetivas de juros variam entre 2,5% ao ano - para o cultivo de arroz, feijão, mandioca, tomate, cebola, batata inglesa e trigo, entre outros - a 5,5% ao ano - para a aquisição de animais destinados a recria e engorda e outras culturas e criações.

O Plano Safra contribui para ajudar agricultores a custear a safra e a investir. O plano é lançado anualmente - sua vigência coincide com o período da safra agrícola - e reúne um conjunto de políticas nas áreas de assistência técnica e extensão rural, crédito, seguro da produção, preço, comercialização e organização econômica.

É atribuição do Banco Central verificar se as instituições financeiras e/ou cooperativas que concederam o recurso estão fiscalizando de maneira adequada aqueles que tiveram acesso ao crédito, além de verificar se o benefício está sendo repassado como deveria. Ainda além, as instituições financeiras podem utilizar equipamentos

como drones ou fotos feitas a partir de satélites - sensoriamento remoto - para fiscalizar a aplicação do crédito.

TABELA 2.2
Sistema Nacional de Crédito Rural
Financiamento Acumulado – Origem de Recursos e Tipo de Aplicação (2013-2019)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI

Fontes de Recursos	Custeio	Investimento	Comércio	Indústria	Total	%
OBRIGATÓRIOS - MCR 6.2	296,74	24,54	80,56	25,11	426,96	32,4%
POUPANÇA RURAL - CONTROLADOS - SUBVENÇÃO ECONÔMICA	273,86	78,31	26,11	0,61	378,89	28,7%
BNDES/FINAME - EQUALIZÁVEL	4,30	125,44	0,02	0,00	129,76	9,8%
LETRA DE CRÉDITO DO AGRONEGÓCIO (LCA) - TAXA LIVRE	29,11	3,91	28,79	1,89	63,70	4,8%
RECURSOS LIVRES	25,92	11,09	17,33	0,21	54,54	4,1%
POUPANÇA RURAL - LIVRE	21,61	6,73	17,04	0,63	46,01	3,5%
FUNDO CONSTITUCIONAL DE FINANCIAMENTO DO NORDESTE (FNE)	17,59	26,80	1,06	0,07	45,52	3,5%
LETRA DE CRÉDITO DO AGRONEGÓCIO (LCA) - TAXA FAVORECIDA	25,79	4,74	13,68	1,17	45,38	3,4%
FUNDO CONSTITUCIONAL DE FINANCIAMENTO DO CENTRO-OESTE (FCO)	3,63	33,01	0,00	0,00	36,65	2,8%
FUNCAFE-FUNDO DE DEFESA DA ECONOMIA CAFEEIRA	5,61	0,16	15,69	0,00	21,46	1,6%
FUNDO CONSTITUCIONAL DE FINANCIAMENTO DO NORTE (FNO)	6,20	12,45	0,00	0,14	18,79	1,4%
OUTROS	29,90	20,60	0,47	0,01	50,99	3,9%
Total	**740,26**	**347,79**	**200,75**	**29,85**	**1318,65**	**100,0%**

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

A Tabela 2.2 traz o desempenho do Sistema Nacional de Crédito Rural entre os anos de 2013 e 2019. De forma acumulada, observa-se que, a partir de mecanismos de direcionamento de crédito, foi possível mobilizar R$ 1,31 trilhões para atividades de custeio, investimento, comércio e agroindústria. De todos os recursos utilizados para o financiamento do Sistema Nacional de Crédito Rural, apenas 8,9% - Letra de Crédito do Agronegócio (livre) e recursos livres – foram oriundos de fontes não direcionadas, o que

demonstra o papel essencial da institucionalidade vigente para a sustentação do financiamento rural no Brasil.

2.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do capitulo foi compreender a evolução do sistema financeiro nacional, com especial preocupação às questões atinentes ao crédito e os seus efeitos sobre a economia brasileira. Entre a década de 1960 e 1980, por meio de extensa revisão bibliográfica e, a partir da década de 1990, por meio da análise de dados, observou-se que o sistema financeiro nacional cumpriu com sérias limitações a sua tarefa precípua: prover crédito para garantir o financiamento das decisões de gasto dos agentes na economia brasileira. Ademais, em algumas etapas analisadas e, sobretudo, a partir de meados da década de 2000, coube aos bancos públicos garantir um papel de maior destaque ao crédito, de modo que, para tal processo, mostrou-se fundamental a institucionalidade associada ao sistema de financiamento público.

O capítulo se iniciou tendo como marco temporal as reformas financeiras que se consolidaram no início da década de 1960 – e que configuraram parte importante da estrutura do sistema financeiro vigente – visto que essas transformações foram propostas para promover o aperfeiçoamento dos mecanismos de intermediação financeira e de segmentação de mercado aos moldes da economia norte-americana, como forma de expandir a capacidade interna de financiamento. No entanto, observou-se que o sistema que resultou das reformas foi muito menos segmentado do que foi concebido originalmente.

O financiamento da economia brasileira permaneceu dependente de fontes oficiais de crédito e de recursos externos, à revelia da estruturação de um mercado de capitais que fomentasse o desenvolvimento de mecanismos de financiamento de longo prazo – um dos pilares e objetivos das reformas dos anos 1960. Em adicional, teve-se um expressivo crescimento dos ativos financeiros não monetários, que passaram a se tornar, sistematicamente, instrumentos de preservação da riqueza das instituições financeiras.

Esse *modus operandi* foi intensamente aprofundado nos 1980, diante da aceleração inflacionária, de diversas tentativas mal sucedidas de estabilização e do quadro de profundo desequilíbrio macroeconômico do período. Em adicional, o autofinanciamento tornou-se forma predominante de geração de recursos para as

empresas, retraindo fortemente as oportunidades de intermediação pelo sistema financeiro.

A ruptura da crise de financiamento externo se deu com o gradativo processo de abertura comercial e financeira, além da redução da aversão ao risco por parte dos detentores de capital estrangeiro, proporcionando a retomada do fluxo de entrada de divisas, o que viabilizou a estabilização da moeda externa e, por consequência, a estabilização interna de preços.

A década de 1990 foi marcada pela estratégia deliberada dos governos de abertura comercial e financeira, bem como de privatização de empresas de propriedade do setor público. Nesse contexto, foram incentivados, no âmbito do sistema financeiro, os programas de reestruturação do setor bancário, abrangendo desde a privatização e/ou extinção de bancos estaduais ao saneamento patrimonial de bancos federais.

Em função do estimulo governamental ao ingresso de instituições estrangeiras no sistema financeiro nacional, houve a ampliação da participação nos ativos, nos depósitos, nas operações de crédito e nas transações com o exterior, principalmente em função da redução da participação dos bancos públicos estaduais mediante privatizações e/ou extinções.

Todavia, a despeito da intensificação da presença de bancos estrangeiros e de um maior processo de concorrência, seguido da privatização e/ou extinção de bancos públicos, o sistema financeiro não apresentou mudanças na sua forma de atuação em relação ao padrão dos anos de alta inflação, permanecendo caracterizado por uma elevada preferência pela liquidez por parte dos bancos, com a prioridade sobre aplicações em títulos públicos *vis-à-vis* a realização de operações de crédito.

Somente a partir de meados da década de 2000 que os bancos privados modificaram seus portfólios de ativos, expandindo o crédito para os agentes privados. Esse influxo se deu em um contexto de estabilidade macroeconômica e crescimento dos níveis de emprego e da renda, o que induziu os bancos a redefinirem suas estratégias de atuação.

No entanto, a partir de 2009, em função do efeito-contágio da crise financeira mundial sobre os países emergentes, sobreveio um quadro de reversão abrupta na preferência pela liquidez e no grau de confiança dos agentes na economia brasileira. Diante desse cenário, coube ao Estado estruturar estratégias de enfrentamento da crise, sobretudo no âmbito do crédito, por intermédio de bancos públicos federais, nas figuras do Banco do Brasil, CAIXA e BNDES, mitigando os riscos de uma crise generalizada

de crédito, reduzindo o grau de fragilidade financeira de empresas e, principalmente, estabilizando os níveis de emprego e renda.

Mesmo após o efeito das políticas anticíclicas, os anos que se sucederam no pós-crise foram marcados pela intensificação da atuação dos bancos públicos - enquanto os bancos do setor privado mantiveram elevado grau de aversão ao risco – com seus efeitos estendidos até o ano de 2014. A partir de 2015, a economia brasileira passou a ser caracterizada pela forte e súbita contração da oferta e demanda do crédito, no contexto de acentuada desaceleração econômica – pelo lado da demanda – e pelo aumento da preferência pela liquidez das instituições financeiras públicas e privadas – pelo lado da oferta.

Após a discussão sobre a evolução do sistema financeiro nacional, apresentou-se, com base na discussão sobre o papel do Estado na mobilização de recursos para garantir o financiamento da atividade econômica, a institucionalidade do sistema de financiamento público no Brasil, organizado a partir de instituições financeiras públicas que atuam na gestão de recursos mobilizados por meio de fundos públicos, bem como a partir de regras que permitem a exigibilidade de recursos e o direcionamento de crédito para o financiamento de setores específicos.

Além dos recursos captados de forma compulsória – que é o caso do FGTS, do FAT e dos Fundos Constitucionais, por meio de regras que foram sendo consolidadas ao longo do tempo – existem recursos que, embora captados livremente pelas instituições financeiras, possuem direcionamento obrigatório – que é o caso dos recursos captados em depósitos de poupança ou à vista para o financiamento habitacional e rural.

Ao analisar a institucionalidade dos fundos públicos de poupança compulsória, observou-se que a forma com que as regras foram desenvolvidas permite que exista uma compatibilidade entre os fluxos de arrecadação e de saques associados às finalidades de cada fundo – no caso do FGTS e do FAT – o que viabiliza que a estrutura de compromissos esteja consolidada no longo prazo, garantindo que os recursos possam ser direcionados para o financiamento da economia. Em adicional, também se destaca o papel central da CAIXA e do BNDES tanto como agentes gestores e operadores de cada fundo como agentes financeiros na consolidação do financiamento da habitação e do saneamento básico – no caso do FGTS – e no financiamento de longo prazo – no caso do FAT.

No caso específico dos Fundos Constitucionais, observou-se novamente uma estabilidade em termos de mobilização dos recursos, uma vez que são oriundos de parte

da arrecadação de impostos federais, a partir de uma determinação estabelecida na Constituição Federal de 1988, o que é fundamental para garantir a existência de uma fonte perene de recursos a ser direcionado para o financiamento de atividades produtivas nas regiões Nordeste, Norte e Centro-Oeste – com o papel central do Banco do Nordeste, do Banco da Amazônia e do Banco do Brasil na consolidação dos recursos e no direcionamento para operações de crédito.

Sobre os mecanismos de direcionamento de crédito, ainda que as regras estabelecidas pelo Banco Central sejam estendidas para vários tipos de instituições financeiras, observou-se que a CAIXA e o Banco do Brasil se estruturaram como os principais bancos no tocante à mobilização dos recursos oriundos dos depósitos de poupança, depósitos à vista ou letras de crédito para o financiamento da habitação e do crédito rural, respectivamente.

Em suma, a existência desse sistema de financiamento público no Brasil, consolidado por meio de uma institucionalidade específica e pela ação dos bancos públicos, permite que projetos de infraestrutura, saneamento básico, habitações populares e, de forma secundária, projetos de fomento à atividade econômica e geração de emprego e renda, sejam viabilizados, ao mesmo tempo em que os recursos, a partir dos fluxos periódicos de arrecadações e saques, possam atender as demandas dos segurados, de acordo com as finalidades precípuas de cada fundo.

CAPÍTULO 03 – DINÂMICA PATRIMONIAL DE BANCOS NO BRASIL

Nos capítulos anteriores, foram realizadas reflexões sobre a centralidade do crédito para o financiamento das demanda e o papel dos bancos enquanto atores decisivos no provimento de recursos aos agentes. Ademais, por meio da caracterização e análise da evolução do sistema financeiro nacional, percebeu-se um sistema não muito afeito à concessão de crédito, o que reforçou a importância da compreensão do sistema público de financiamento. Este, por meio da atuação dos bancos públicos e de uma institucionalidade associada a fundos públicos e mecanismos de direcionamento de crédito, viabilizaram, em diferentes momentos, a sustentação do crédito na economia brasileira.

Após essas constatações, o terceiro e presente capítulo tem por objetivo descrever o comportamento de bancos atuantes no sistema financeiro nacional, por meio do estudo detalhado da dinâmica patrimonial dessas instituições, elucidando as principais contas do ativo e do passivo, com especial atenção para o papel ocupado pelo crédito.

Para a realização da análise, do ponto de vista metodológico, utilizam-se os dados dos balancetes de bancos públicos e privados, disponibilizados pelo Banco Central do Brasil, para o período compreendido entre 1994 e 2018. A opção pelo período de tempo se justifica tanto pela disponibilidade e padronização dos dados, quanto pelo fato de que a configuração atual do sistema financeiro se condiciona a partir de relevantes transformações e reformas que se deram a partir dos anos 1990. Ademais, encerra-se a análise em 2018, haja vista que o período que se iniciou a partir de então foi marcado pela ascensão de um novo governo, pautado por novas diretrizes, afetando, por consequência, a gestão dos bancos públicos federais, sendo que esse processo ainda se encontra em curso.

Sobre a análise dos dados disponibilizados pelo Banco Central do Brasil, é importante observar que os arquivos, originalmente, trazem as informações de forma empilhada, de modo que, inicialmente, foi preciso realizar o tratamento dos arquivos para permitir a estruturação de uma base de dados que trouxesse a informação mais geral das contas do ativo e do passivo, bem como a possibilidade de se explorar, especificamente, cada uma dessas contas para se entender a forma de composição. Optou-se por realizar a análise mais geral sobre o ativo e o passivo do sistema financeiro e, a partir da representatividade de cada grupo de conta, realizar a

desagregação das contas. Ou seja, não se tem a intenção de abrir todos os grupos que compõem o ativo e o passivo das instituições do sistema financeiro nacional.

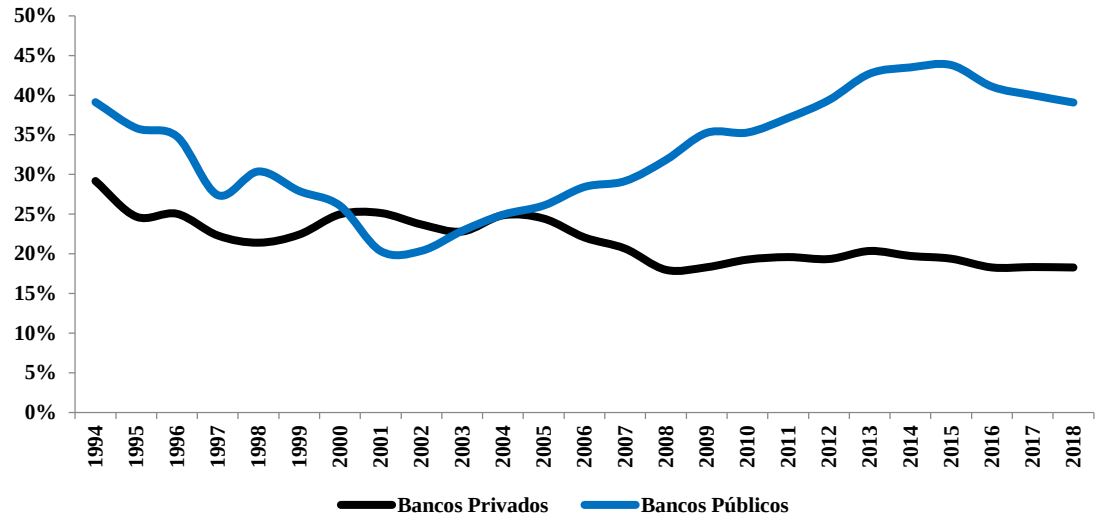
Assim, o capítulo se organiza em duas seções. A primeira seção realiza a análise da dinâmica patrimonial dos bancos privados no Brasil. Nesse caso, após a obtenção da base de dados final, as instituições financeiras foram classificadas como bancos públicos ou bancos privados. Portanto, as informações disponíveis no ativo e no passivo dessas instituições foram analisadas em conjunto, como forma de observar o movimento mais geral desse grupo de bancos privados. Esclarece-se que a análise da dinâmica patrimonial dos bancos privados restringiu-se à observação do comportamento dos dados, tendo como intuito permitir a estruturação de um referencial para a análise da dinâmica patrimonial dos bancos públicos, objeto de estudo da tese.

A segunda seção, por sua vez, realiza a análise da dinâmica patrimonial dos bancos públicos no Brasil, a partir dos dados observados para o Banco do Brasil, BNDES e CAIXA. Antecedendo a análise dos dados, realiza-se uma breve descrição histórica dos antecedentes de cada uma dessas instituições. Optou-se por escolher essas três instituições financeiras em função da representatividade sobre o total do balanço dos bancos públicos no Brasil, bem como pela interação existente entre esses bancos e a institucionalidade descrita no capítulo anterior.

3.1 BANCOS E O PAPEL DO CRÉDITO NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: DADOS GERAIS

O Gráfico 3.1 traz a relação entre as operações de crédito e o total do ativo para bancos públicos e bancos privados no Brasil, entre 1994 e 2018. Nota-se que, com exceção dos anos de 2001 e 2002, em todos os anos, os valores se mostraram mais elevada para os bancos públicos.

GRAFICO 3.1
Sistema Financeiro Nacional
Participação das Operações de Crédito sobre o ativo (1994-2018)
Em %



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Para estas instituições, observam-se três movimentos distintos: entre 1994 e 2002, houve uma forte redução da participação do crédito dos bancos públicos sobre o total do ativo dessas instituições - redução de 39,12% para 20,37%. No caso dos bancos privados, a relação se manteve relativamente estável ao longo do período.

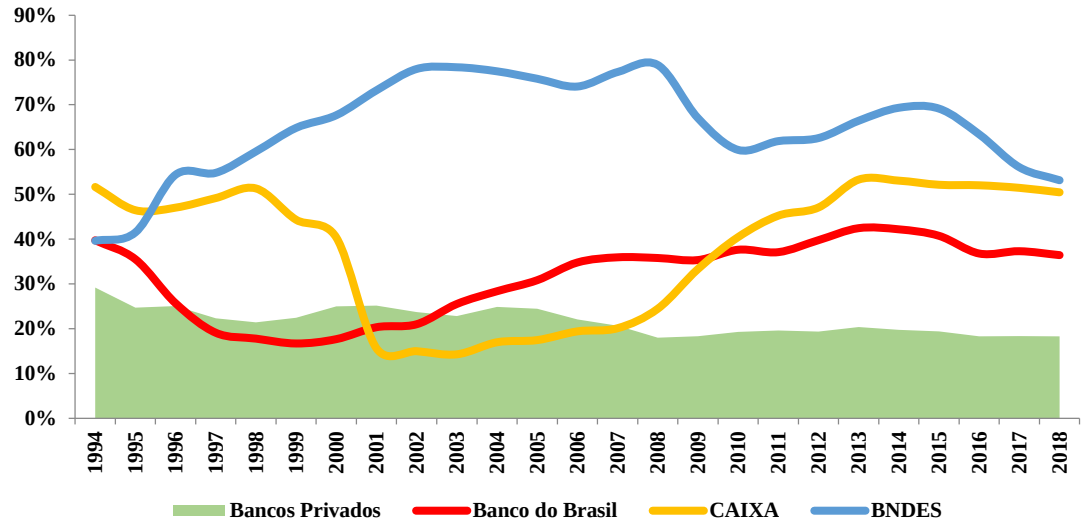
Constata-se que, se as reformas realizadas na década de 1990 tinham, entre outros objetivos promover a maior concorrência e eficiência do sistema bancário doméstico, por meio da abertura financeira, bem como a redução da atuação de instituições financeiras públicas no sistema financeiro. Uma análise inicial dos dados permite concluir que apenas o segundo objetivo foi bem sucedido, de modo que a maior presença de instituições financeiras estrangeiras no Brasil se deu apenas no sentido de substituir a participação do crédito anteriormente detida por parte dos bancos de capital nacional - em especial privados, mas também públicos - ante o processo de aquisição dessas instituições por parte do capital estrangeiro.

O segundo período, que se estende de 2003 a 2014, é marcado pelo aumento contínuo da razão entre o crédito e o ativo dos bancos públicos – de 22,90% em 2003 para 43,50% em 2014 – bem como uma relação estagnada com tendência de queda para o caso dos bancos privados – de 22,81% em 2003 para 19,73% em 2014. Chama atenção o fato de que entre 2004 e 2007 – período de expansão do crédito no Brasil conduzido, principalmente, pelos bancos privados – tenha havido uma redução no peso

do crédito sobre o ativo dessas instituições. Isso se explica pelo fato de que o crescimento do crédito se deu em taxas inferiores ao crescimento de outras contas do ativo – títulos e valores mobiliários e aplicações interfinanceiras de liquidez – o que será detalhado nas próximas seções.

Por fim, o terceiro período, que se estende a partir de 2015, é marcado por uma tendência geral de redução do papel do crédito sobre o ativo das instituições financeiras, seja por meio de um desempenho estagnado – no caso dos bancos privados – seja por meio de uma tendência de queda – no caso dos bancos públicos.

GRAFICO 3.2
Bancos Privados e Bancos Públicos Selecionados
Participação das Operações de Crédito sobre o Ativo (1994-2018)
Em %



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.2 traz a relação entre as operações de crédito e o total do ativo para o Banco do Brasil, BNDES, CAIXA, em comparação com os bancos privados no Brasil, entre 1994 e 2018.

De modo geral, o Banco do Brasil, com exceção do período entre 1997 e 2002, manteve uma participação do crédito sobre o ativo maior do que os bancos privados em conjunto. No caso da CAIXA, com exceção do período entre 2001 e 2007, a instituição manteve uma participação do crédito sobre o ativo maior do que os bancos privados em conjunto. Por fim, o BNDES, por todo o período analisado, apresentou uma participação do crédito sobre o ativo superior ao que foi observado nos bancos privados.

Para o Banco do Brasil, a participação do crédito sobre o ativo reduziu de 39,7% em 1994 para 16,7% em 1999, enquanto que, no caso da CAIXA, essa relação passou de 51,31% em 1998 para 15,61% em 2001. Em ambos os casos, esse processo tem ligação direta com as medidas associadas ao processo de reestruturação dos bancos públicos federais. Nesse sentido, as reformas realizadas na década de 1990, bem como os programas associados à reestruturação dessas instituições tiveram como consequência um redirecionamento da alocação de recursos para outros tipos de ativos diferentes do crédito.

Posteriormente, o Banco do Brasil passou por uma forte expansão na participação do crédito sobre o ativo da instituição, passando de 17,7% em 2000 para 42,4% em 2014. A CAIXA também vivenciou um processo de expansão que se deu, em três etapas: a primeira, de forma mais tímida, relevou um aumento de 14,97% em 2002 para 19,39% em 2006; a segunda, de forma mais intensa - no contexto da atuação anticíclica do banco em meio à crise financeira de 2008 - mostrou um aumento de 20,10% em 2007 para 33,30% em 2009 e, por fim, a terceira, também de forma intensa, teve-se um aumento de 40,45% em 2010 para 53,06% em 2014.

No caso do BNDES, a participação das operações de crédito sobre o ativo passou de 39,61% em 1994 para 77,99% em 2002, em um contexto de desestatização da economia brasileira, com a instituição se direcionando para o financiamento da aquisição de empresas estatais em processo de privatização, bem como operações associadas à concessão de serviços públicos. A proporção, que se manteve estável entre 2003 e 2007, passou por uma redução entre 2008 e 2010, explicada pelo fato de que o crescimento do ativo do banco, nesse período, se deu tanto no caso das operações de crédito como também em função de outros componentes do ativo, como o investimento. Por isso, no contexto da crise financeira de 2008, o BNDES relevou uma atuação intensa tanto por meio do crédito quanto por meio de aquisição de ações como uma forma de capitalizar o setor produtivo.

Após o detalhamento dos dados mais gerais associados ao comportamento do crédito sobre o ativo total dos bancos, inicia-se a partir da próxima seção a análise da dinâmica patrimonial dos bancos privados e dos bancos públicos.

3.2. DESCRIÇÃO DAS CONTAS DO BALANÇO PATRIMONIAL DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Antes de se adentrar na análise da dinâmica patrimonial dos bancos no Brasil, decidiu-se por realizar uma breve caracterização sobre as principais contas e subcontas do ativo e do passivo do balanço patrimonial, de modo a qualificar a análise de tais contas nas próximas seções. Desta forma, os Quadros 3.1 e 3.2 trazem essas informações para o ativo e o passivo, respectivamente.

QUADRO 3.1
Balanço Patrimonial
Principais contas e subcontas do Ativo

CONTA	DEFINIÇÃO	SUBCONTA	DEFINIÇÃO
Aplicações Interfinanceiras de Liquidez	Operações de alta liquidez envolvendo aplicações de recursos em títulos públicos ou títulos interbancários	**Aplicações em Operações Compromissadas**	Aquisição de títulos públicos de posse de outras instituições financeiras com o compromisso de revenda futura
		Aplicações em Depósitos Interfinanceiros	Aquisição de certificados de depósitos interbancários (CDI) emitido por instituições financeiras
Títulos e Valores Mobiliários	Títulos públicos ou títulos privados (notas promissórias, debêntures ou derivativos financeiros) que as instituições financeiras adquirem para manter em carteira até o vencimento ou com compromisso de revenda futura	**Livres**	Aquisição de títulos mantidos em carteira até o vencimento
		Vinculados a Operações Compromissadas	Aquisição de títulos com compromisso de revenda
Relações Interfinanceiras	Registro de relações interbancárias	**Repasses Interfinanceiros**	Repasse de recursos para outras instituições financeiras (Operações de crédito indiretas repassadas pelo BNDES para outras instituições financeiras)
		Créditos Vinculados	Depósitos Compulsórios mantidos no Banco Central
Operações de Crédito	Empréstimos e Financiamentos que instituições financeiras realizam para pessoas físicas, empresas ou setor público	**Empréstimos e Títulos Descontados**	Empréstimos são operações realizadas sem destinação específica ou vínculo à comprovação da aplicação dos recursos (empréstimos para capital de giro, empréstimos pessoais ou adiantamentos a depositantes; Títulos Descontados são as operações de desconto de títulos emitidos por empresas
		Financiamentos	Operações realizadas com destinação específica, vinculadas à comprovação da aplicação dos recursos (Financiamentos imobiliários, rurais, de parques industriais, máquinas e equipamentos, bens de consumo durável)
Outros Créditos	Valores a receber não associados diretamente com operações de crédito	**Diversos**	Créditos Tributários, Operações com cartões de crédito e Garantias
		Carteira de Câmbio	Direitos sobre vendas de câmbio
Investimentos	Participação acionária em empresas	**Participação em Coligadas e Controladas**	Aquisição de ações de empresas, cuja participação pode ser majoritária (controladas) ou minoritária (coligadas)
		Investimentos no Exterior	Aquisição de ações de empresas do exterior

Fonte: COSIF – Manual de Normas do Sistema Financeiro. Elaboração Própria.

QUADRO 3.2
Balanço Patrimonial
Principais contas e subcontas do Passivo

CONTA	DEFINIÇÃO	SUBCONTA	DEFINIÇÃO
Depósitos	Captação de recursos de pessoas físicas, empresas ou instituições financeiras	**Depósitos à Vista**	Recursos mantidos sem remuneração e com prazo indeterminado (Conta Corrente)
		Depósitos a Prazo	Recursos mantidos com remuneração e com prazo de resgate (CDB e RDB)
		Depósitos de Poupança	Recursos mantidos com remuneração e com prazo indeterminado
		Depósitos Interfinanceiros	Instrumentos destinados à transferência de recursos entre instituições financeiras
Obrigações por Operações Compromissadas	Captação de recursos por intermédio de venda de títulos públicos ou privados com compromisso de recompra	**Carteira Própria**	Operações lastreadas com títulos da própria instituição financeira
		Carteira de Terceiros	Operações lastreadas com títulos de terceiros
Recursos de Aceites Cambiais, Letras Imobiliárias e Hipotecárias, Debêntures e Similares	Captação de recursos por intermédio de emissão de títulos por parte das instituições financeiras	**Recursos de Letras Imobiliárias, Hipotecárias de Crédito e Similares**	Emissões de títulos no mercado interno (Letras Financeiras, LCI, LCA)
		Obrigações por Títulos e Valores Mobiliários no Exterior	Emissões de títulos no mercado externo (bônus)
Obrigações por Empréstimos e Repasses	Captação de recursos junto às instituições financeiras ou órgãos governamentais	**Empréstimos e Repasses de Instituições Oficiais**	Captação de recursos junto a instituições financeiras (BNDES), fundos oficiais (FGTS, FAT) ou órgãos governamentais (Tesouro Nacional)
		Empréstimos no Exterior	Captação de recursos junto a instituições financeiras externas ou órgãos multilaterais (Banco Mundial)
Outras Obrigações	Outras formas de captação de recursos	**Recursos para Destinação Específica**	Captação de recursos junto a fundos oficiais (FGTS, PIS/PASEP)
		Diversos	Captação de recursos junto a fundos oficiais (FAT)
		Carteira de Câmbio	Obrigações por compra de câmbio

Fonte: COSIF – Manual de Normas do Sistema Financeiro. Elaboração Própria.

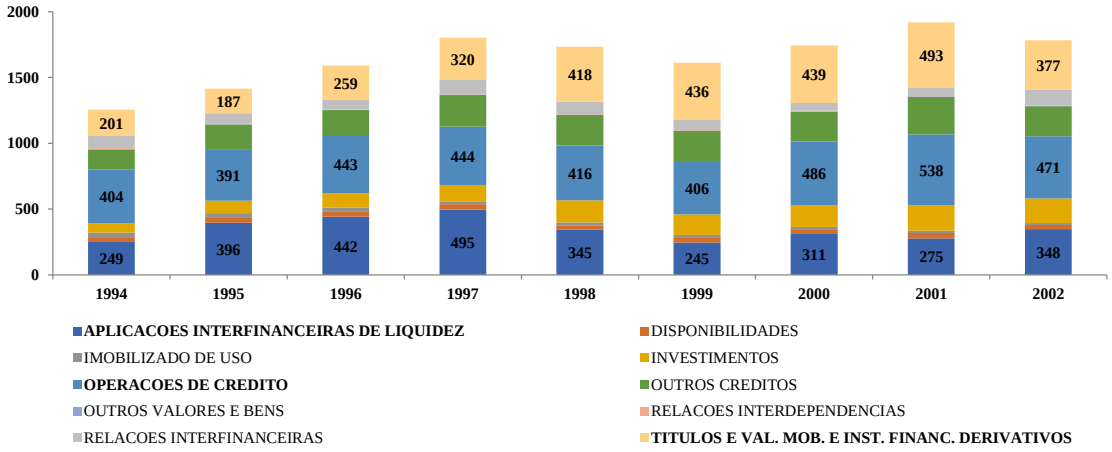
3.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PRIVADOS NO BRASIL

Nesta seção, realiza-se a análise da dinâmica patrimonial dos bancos privados no Brasil, que está organizada em três subseções: primeiramente, faz-se a análise para o período compreendido entre 1994 e 2002 – período em que as operações de crédito dos bancos privados se mantiveram estagnadas; em seguida, observa-se a análise da dinâmica entre os anos de 2003 e 2010 – período de expansão do crédito; por fim, a seção se encerra com a análise entre os anos de 2011 e 2018 – ciclo de estagnação e retração das operações de crédito dos bancos privados.

3.3.1. DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PRIVADOS NO BRASIL (1994-2002)

O Gráfico 3.3 traz a composição dos itens dos ativos dos bancos privados entre os anos de 1994 e 2002. Como pode ser observado, as operações de crédito, ainda que, em termos de estoque, tenham se consolidado como principal fonte de alocação de recursos por parte dos bancos, iniciaram um movimento de redução de participação no total dos ativos ante outros componentes. Em paralelo, os recursos alocados em títulos e valores mobiliários se expandiram tanto em valores reais quanto em participação no total do ativo.

GRÁFICO 3.3
Sistema Financeiro Nacional - Bancos Privados
Ativo (1994-2002)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI[1]

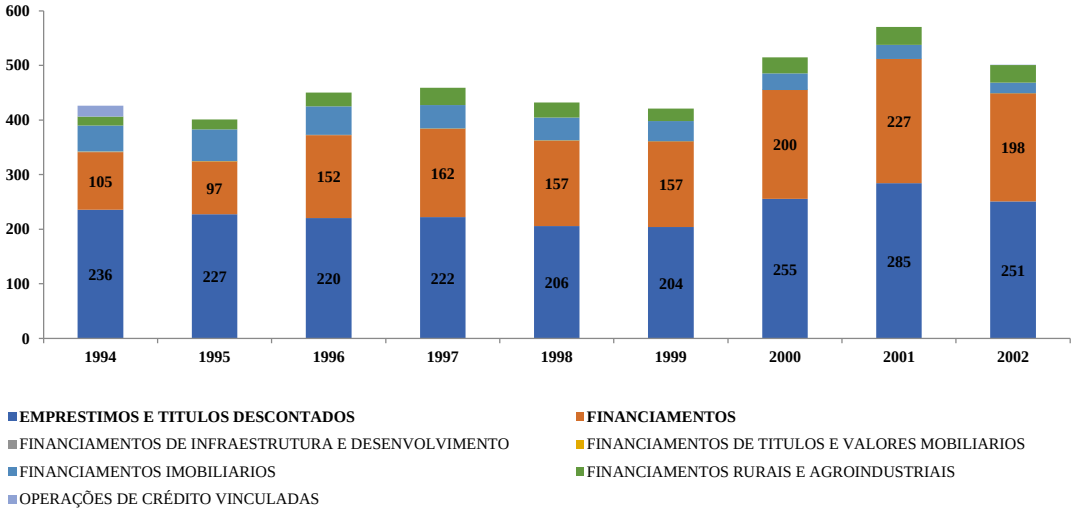


[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outros Créditos" pois se tratam, em regra, de valores associados à créditos tributários ou valores atrelados a operações cambiais – não tendo relação direta com a conta "Operações de Crédito", um dos focos da presente tese.
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Ao observar o comportamento das operações de crédito entre 1994 e 2002 (Gráfico 3.4), conclui-se que, entre 1994 e 1999, a maior presença de empréstimos e títulos descontados se associou à maior demanda por crédito dos agentes em um cenário de aumento do poder de compra, juntamente com a menor aversão ao risco das instituições financeiras. No âmbito das operações de crédito, os empréstimos e títulos descontados são recursos em moeda concedidos diretamente ao tomador, sem existência de vinculação ao uso.

A partir do ano 2000, houve um crescimento nas operações de crédito, com a manutenção da distribuição entre empréstimos e financiamentos. Estes, por sua vez, podem ser entendidos como recursos que são concedidos ao tomador e que são direcionados diretamente para o ativo demandado – por exemplo, aquisição de automóveis, aquisição de habitação.

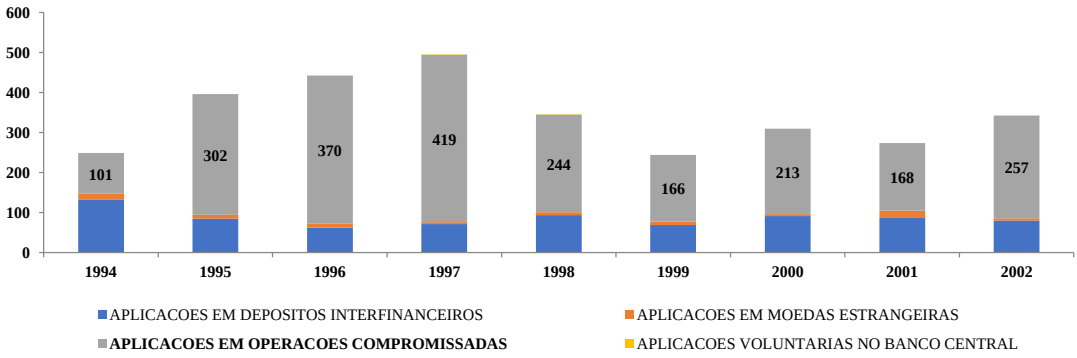
GRÁFICO 3.4
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo – Operações de Crédito (1994-2002)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.5 traz os dados referentes às aplicações interfinanceiras de liquidez dos bancos privados em conjunto. Nota-se que a queda, a partir de 1998, está relacionada com a recomposição de recursos em direção aos títulos e valores mobiliários. De modo geral, os recursos permaneceram aplicados em operações compromissadas, ou seja, títulos com compromisso de revenda.

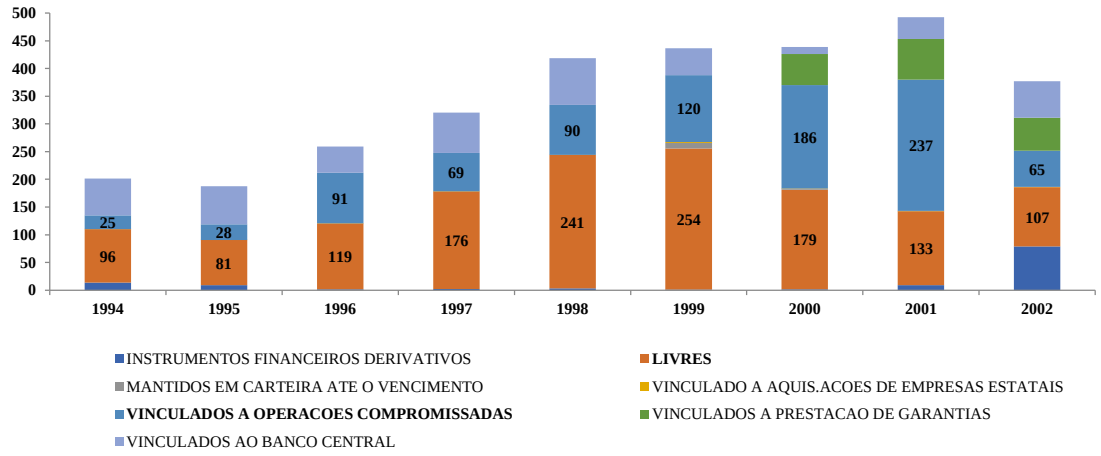
GRÁFICO 3.5
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo – Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (1994-2002)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.6 traz as informações sobre as aplicações em títulos e valores mobiliários, evidenciando que, enquanto até 1995 houve uma predominância de títulos com compromisso de revenda ao Banco Central, a partir de 1996 os títulos livres passaram a ter maior relevância nessa modalidade de ativo, demonstrando a disposição das instituições financeiras em manter ativos mais líquidos por prazo mais elevado. Essa tendência se inverteu entre os anos 2000 e 2001, denotando uma maior aversão ao risco dos bancos privados, em face da maior demanda por operações com compromisso de revenda.

GRÁFICO 3.6
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (1994-2002)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI

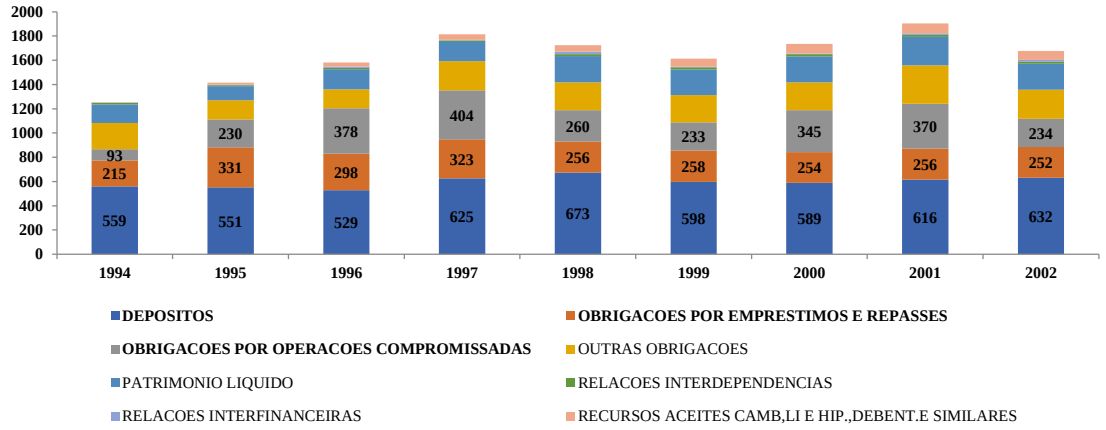


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.7 traz a composição dos itens do passivo das instituições financeiras entre 1994 e 2002. Inicialmente, entre 1994 e 1997, a expansão do passivo dos bancos privados foi explicada pela expansão da captação de recursos por obrigações por operações compromissadas – ou seja, por meio da venda de títulos públicos com compromisso de recompra.

Entre 1998 e 2002, verifica-se uma tendência de estagnação no balanço dos bancos privados. Os depósitos, ao longo do período analisado, se constituíram como a principal fonte de captação de recursos.

GRÁFICO 3.7
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo (1994-2002)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI[1]

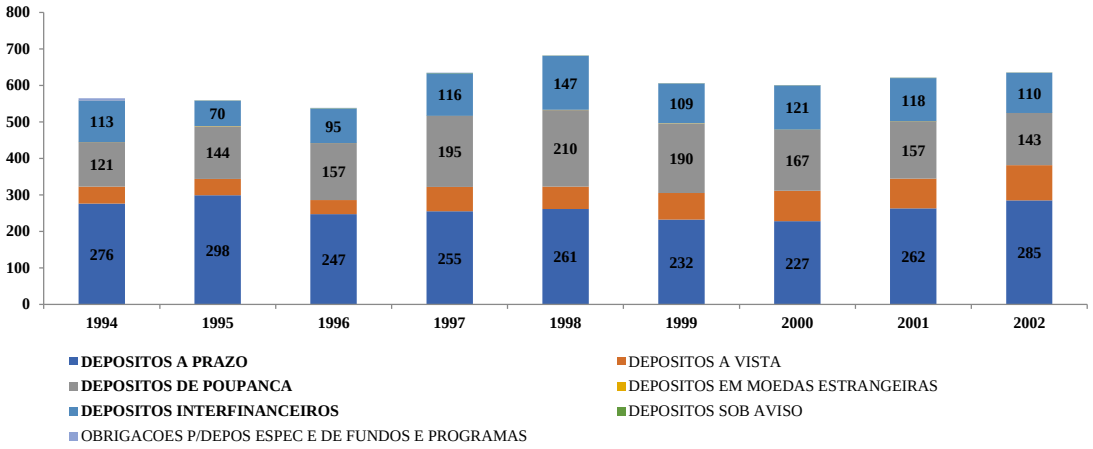


[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outras Obrigações" pois se tratam, em regra, de valores associados à provisões diversas, obrigações fiscais e previdenciárias ou valores atrelados a operações cambiais – não tendo relação direta com a conformação de *funding*, um dos focos da presente tese

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.8 descreve a composição dos depósitos das instituições financeiras entre 1994 e 2002, sendo, principalmente, formados por depósitos a prazo e pela poupança, que apresentou a maior taxa de crescimento dos recursos no período entre 1994 e 1998. Em menor grau, tem-se a participação dos depósitos interfinanceiros, que se trata da captação de recursos por parte de outras instituições financeiras.

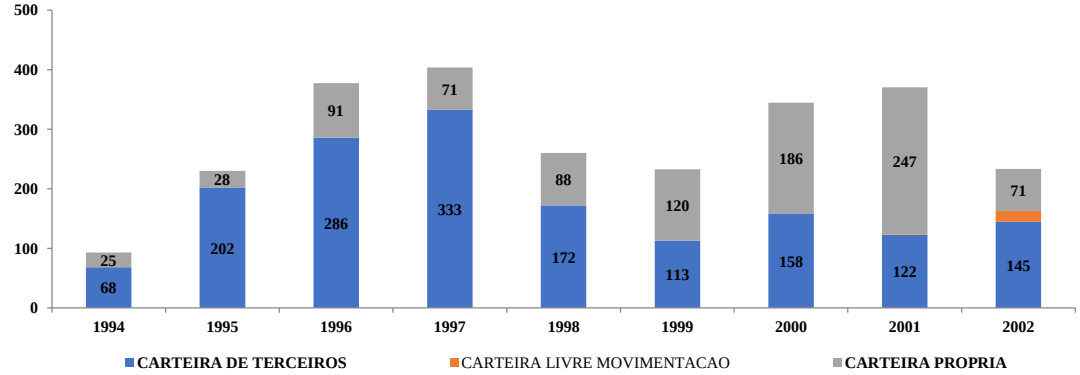
GRÁFICO 3.8
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo - Depósitos (1994-2002)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.9 traz a composição das obrigações por operações compromissadas dos bancos privados entre 1994 e 2002. Até o ano de 1997, houve uma forte expansão da captação desses recursos, sobretudo em função de operações envolvendo a carteira de terceiros. Após a redução observada entre 1998 e 1999, teve-se um novo aumento, explicado dessa vez em função da predominância de operações envolvendo a carteira própria das instituições financeiras. A captação de recursos dessa conta está associada com a gestão de liquidez exercida pelo Banco Central.

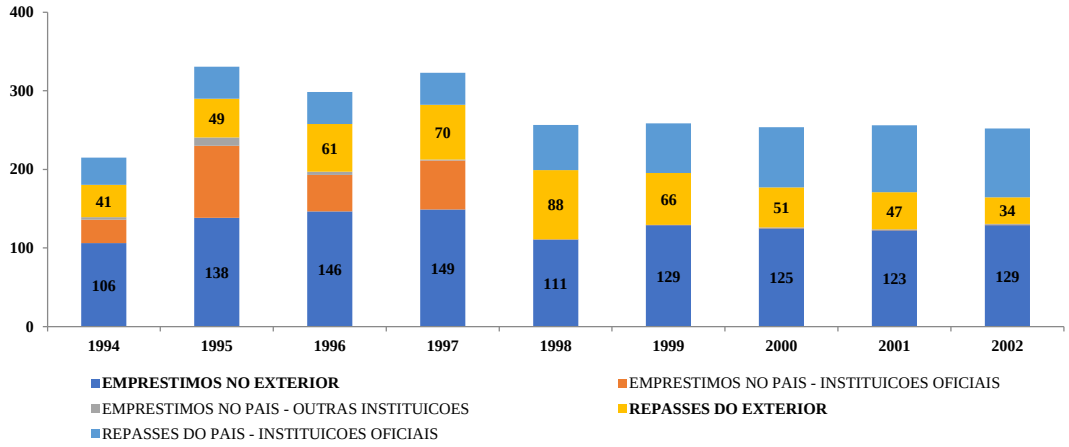
GRÁFICO 3.9
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo – Obrigações por Operações Compromissadas (1994-2002)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.10 descreve os itens referentes às obrigações por empréstimos e repasses dos bancos privados entre 1994 e 2002. Nesse período, ficou evidente a importância de empréstimos e repasses de recursos oriundos do exterior, que mantiveram uma participação predominante quando comparados com os recursos oriundos de repasses internos de fontes oficiais, com uma participação relativamente menor no período.

GRÁFICO 3.10
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo – Obrigações por Empréstimos e Repasses (1994-2002)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

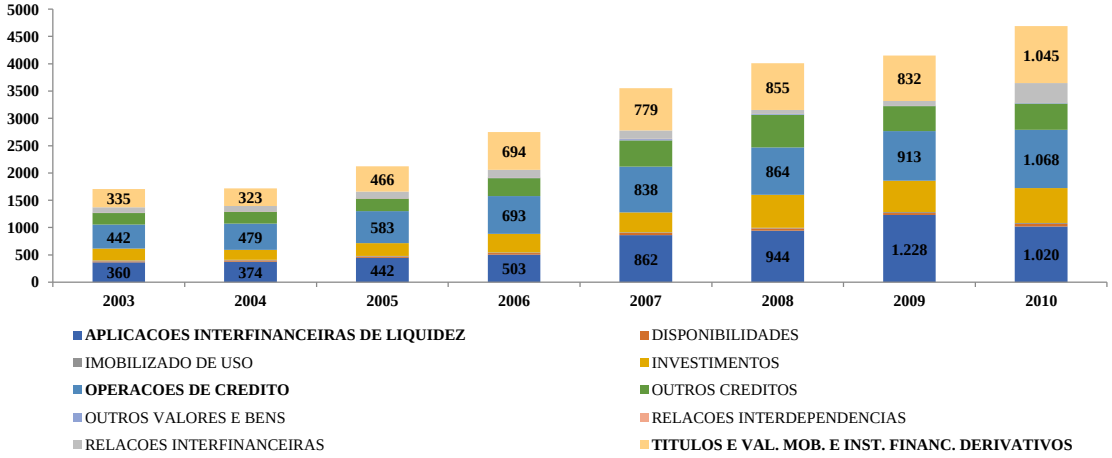
De forma geral, pode-se afirmar que, entre os anos de 1994 e 2002, assistiu-se a uma tendência, por parte dos bancos privados, de aumento da aversão ao risco, com alocação de recursos em ativos caracterizados por maior grau de liquidez, enquanto, em termos de captação, predominaram fontes tradicionais de mobilização de recursos – depósitos a prazo e poupança – bem como uma elevada participação de repasses de recursos externo. Esse movimento refletiu, do lado da demanda por crédito, um cenário de desemprego elevado e de estagnação do crescimento econômico e dos níveis de renda, o que não levou empresas e famílias a demandar operações de crédito, mesmo em um cenário de estabilização de preços – foco da política econômica à época. Do lado das condições de oferta, nota-se que os bancos privados, mesmo em um cenário de abertura financeira e de reformas no sistema bancário, não vislumbraram um cenário favorável de médio e longo prazo, o que desestimulou a expansão de operações de crédito, de um lado, e incentivou, de outro lado, um aumento pela preferencia por liquidez, caracterizada pela alocação de riqueza em títulos da dívida pública.

3.3.2 DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PRIVADOS NO BRASIL (2003-2010)

Os dados observados no Gráfico 3.11 referentes à composição dos ativos dos bancos privados em seu conjunto, entre os anos de 2003 e 2010, mostraram uma inversão de tendência quando comparados com o encerramento da década anterior. A partir de 2003, os valores alocados pelos bancos em operações de crédito iniciaram uma trajetória de expansão – aumento de 139,8% entre 2003 e 2010 – o que se consolidou como o mais importante ciclo de crédito após décadas de estagnação, em um cenário de estabilidade macroeconômica e de expansão do emprego e renda.

Do ponto de vista do crescimento da carteira de ativos, embora o período tenha sido marcado por elevação das operações de crédito, esse movimento foi observado em um ritmo menos acentuado do que o observado na alocação de recursos em títulos e valores mobiliários e aplicações interfinanceiras de liquidez, que apresentaram um crescimento relativamente maior – aumento de 211,3% e 183,3%, respectivamente.

GRÁFICO 3.11
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo (2003-2010)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



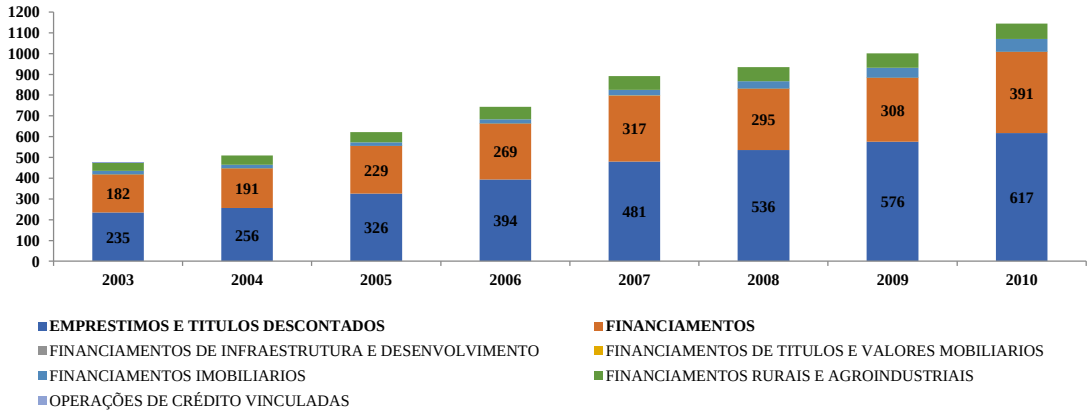
[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outros Créditos" pois se tratam, em regra, de valores associados à créditos tributários ou valores atrelados a operações cambiais – não tendo relação direta com a conta "Operações de Crédito", um dos focos da presente tese.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.12 descreve a composição das operações de crédito realizadas pelos bancos privados entre 2003 e 2010. Enquanto nos anos de 2003 e 2004, as operações de crédito permaneceram estagnadas, a partir de 2005 houve um importante crescimento

que se estendeu até 2010, tanto por parte de empréstimos quanto de financiamentos. Cabe observar que o ritmo intenso de crescimento observado entre 2005 e 2007 – alicerçado na retomada de expectativas favoráveis dos bancos sobre o desempenho da economia - apresentou uma tendência de desaceleração nos anos de 2008 e 2009 - em um contexto de retração de operações de crédito por parte dos bancos privados em meio à crise financeira mundial e os desdobramentos de seus efeitos sobre a economia brasileira.

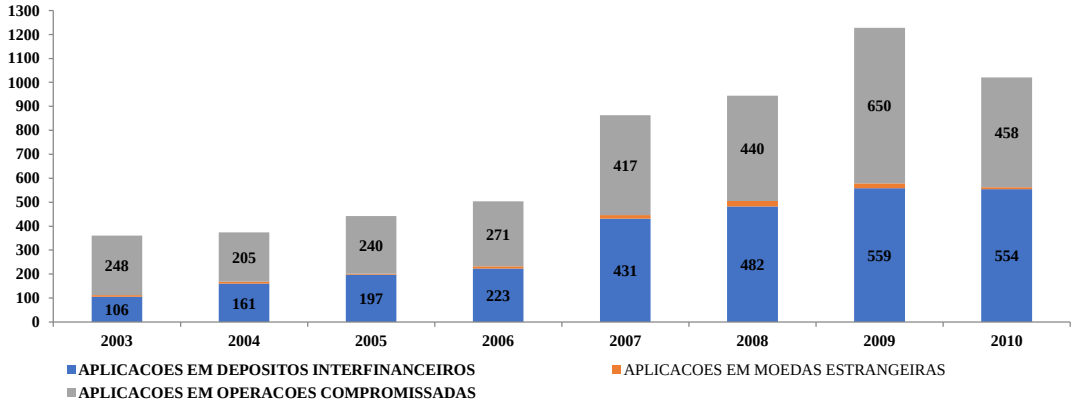
GRÁFICO 3.12
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo – Operações de Crédito (2003-2010)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.13 traz os valores relacionados com a composição das aplicações interfinanceiras de liquidez realizadas pelos bancos do sistema financeiro nacional entre 2003 e 2010. Esses recursos foram destinados à aquisição de títulos de curto prazo, movimento este que se expandiu a partir de 2007 e nos anos subsequentes, como resposta ao efeito contágio da crise financeira mundial e pela necessidade de garantir a presença de recursos com elevado grau de liquidez na composição do balanço das instituições financeiras. Destacaram-se, dentro desse tipo de aplicação, os recursos associados às operações compromissadas junto ao Banco Central e as operações envolvendo títulos interbancários.

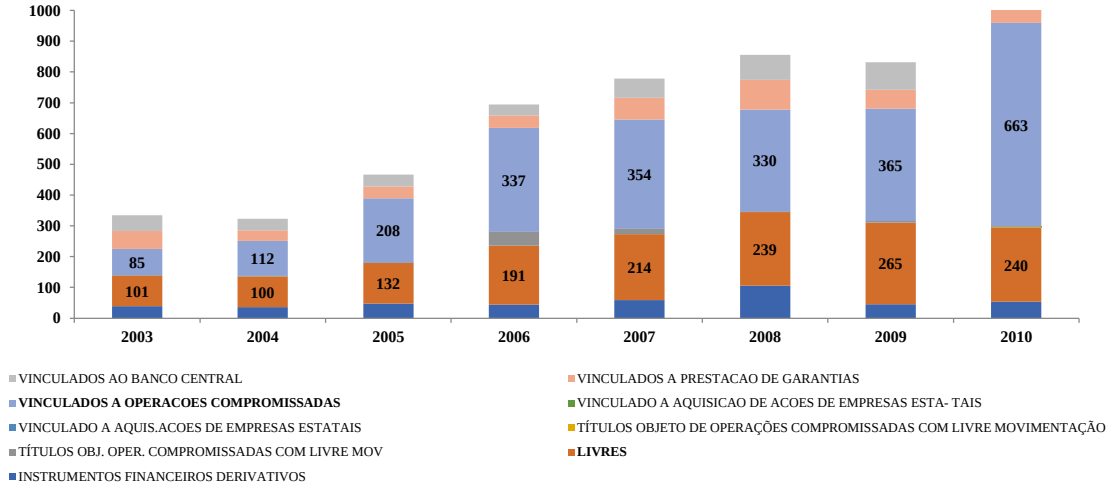
GRÁFICO 3.13
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo – Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2003-2010)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.14 traz os valores associados às aplicações em títulos e valores mobiliários que foram realizadas pelos bancos privados entre 2003 e 2010. Entre os anos de 2003 e 2004, houve relativa estagnação nos recursos aplicados em títulos públicos, com predominância para os títulos classificados como livres. Entre os anos de 2005 e 2010, expandiram-se os recursos aplicados em títulos e valores mobiliários, principalmente relacionados às operações compromissadas, ou seja, em títulos com compromissos de revenda, o que demonstra a manutenção de um elevado grau relativo de preferência pela liquidez por parte dos bancos privados, ainda que em um contexto de retomada do crescimento da economia brasileira. A demanda por operações compromissadas também é explicada como uma reação à forma com que o Banco Central realiza a gestão da liquidez da economia.

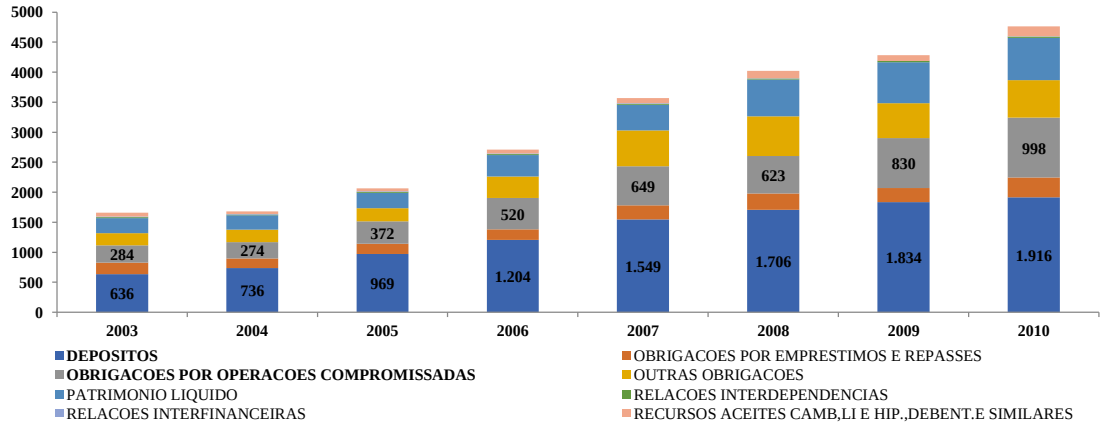
GRÁFICO 3.14
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados (2003-2010)
Ativo - Títulos e Valores Mobiliários
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.15 mostra a evolução dos principais componentes do passivo dos bancos privados no Brasil entre 2003 e 2010, destacando que, enquanto até 2004 tenha havido relativa estabilidade – aos mesmos moldes do que observado pelo lado do ativo – a partir de 2005 houve uma elevada expansão na captação de recursos via depósitos por parte dos bancos e por obrigações por operações compromissadas.

GRÁFICO 3.15
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo (2003-2010)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI[1]

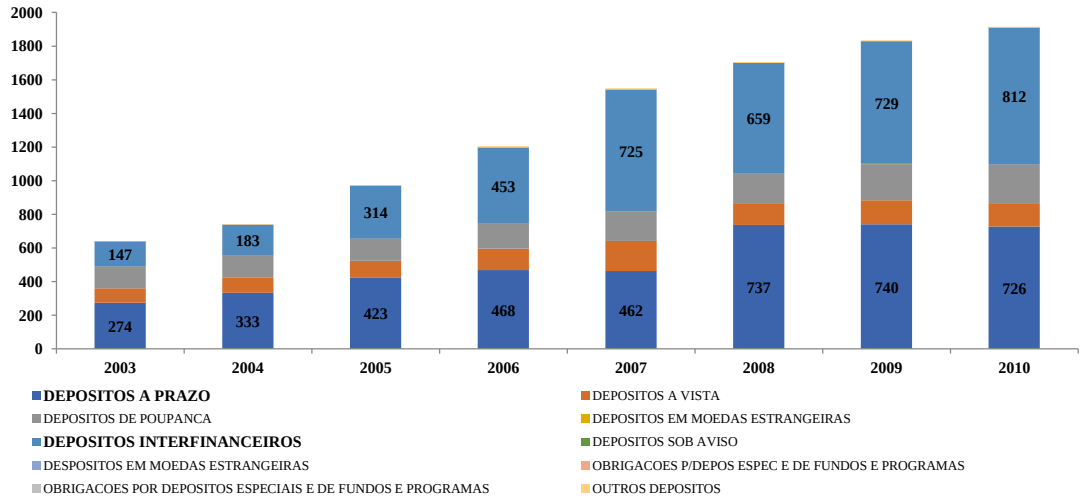


[1] Não se detalhou as operações constantes em "Outras Obrigações" pois se tratam, em regra, de valores associados à provisões diversas, obrigações fiscais e previdenciárias ou valores atrelados a operações cambiais – não tendo relação direta com a conformação de *funding*, um dos focos da presente tese

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.16 descreve a composição dos depósitos captados pelas instituições financeiras entre 2003 e 2010. Os depósitos a prazo se constituíram como a principal fonte de captação de recursos por parte dos bancos privados no período em questão, juntamente com os depósitos interfinanceiros.

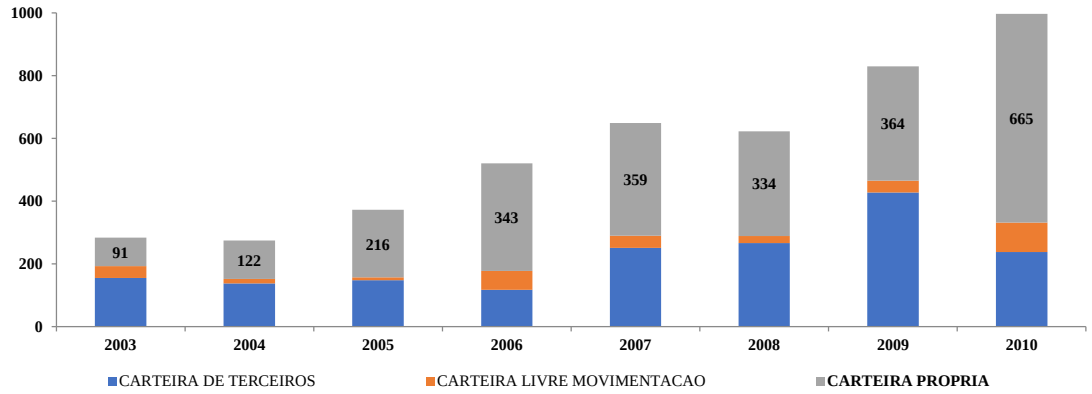
GRÁFICO 3.16
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Depósitos (2003-2010)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.17 traz a composição das obrigações por operações compromissadas dos bancos privados entre 2003 e 2010. Por todo o período analisado, predominaram operações envolvendo a carteira própria das instituições financeiras, destacando o crescimento acentuado no ano de 2010. A expansão da captação desses recursos se relaciona com o aumento da alocação de recursos em aplicações interfinanceiras de liquidez.

GRÁFICO 3.17
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Obrigações por Operações Compromissadas (2003-2010)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

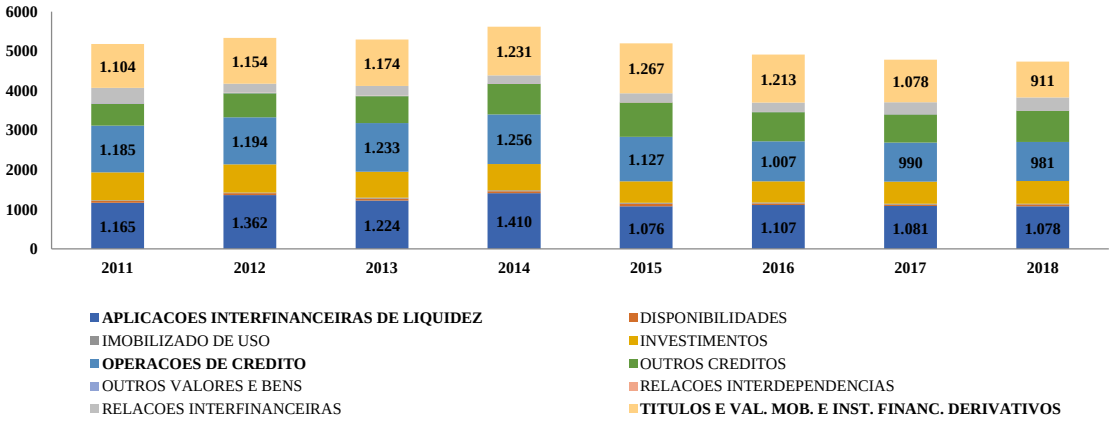
O desempenho do balanço patrimonial dos bancos privados no Brasil entre 2003 e 2010 permitiu observar que, diferentemente do período anterior, houve uma redução relativa do grau de aversão ao risco dessas instituições e um aumento significativo das operações de crédito. Esse movimento de expansão do crédito por parte dos bancos privados pode ser entendido como reflexo da expansão do crescimento econômico e de alterações institucionais na economia brasileira, o que atuou positivamente sobre as expectativas das instituições financeiras, levando ao aumento da oferta de operações de crédito, também atendendo à expansão da demanda por crédito de empresas e famílias. No entanto, mesmo em meio a esse processo, observa-se que essas instituições permaneceram alocando parte relevante dos seus recursos em ativos de elevada liquidez – no caso, aplicações interfinanceiras de liquidez e títulos e valores mobiliários.

3.3.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PRIVADOS NO BRASIL (2011-2018)

O Gráfico 3.18 traz informações referentes à carteira de ativos dos bancos privados entre 2011 e 2018, revelando, entre 2011 e 2014, uma relativa estagnação das operações ativas, enquanto que, entre 2015 e 2018, houve uma tendência de retração do balanço patrimonial dos bancos privados. Em termos de participação, assim como na década anterior, manteve-se a concentração de recursos em títulos e valores mobiliários, aplicações interfinanceiras de liquidez e operações de crédito. A partir de 2015, o

balanço dos bancos privados passou a se retrair, em função da redução das operações de crédito, dos títulos e valores mobiliários e, em menor grau, das aplicações financeiras de liquidez.

GRÁFICO 3.18
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo (2011-2018)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI[1]

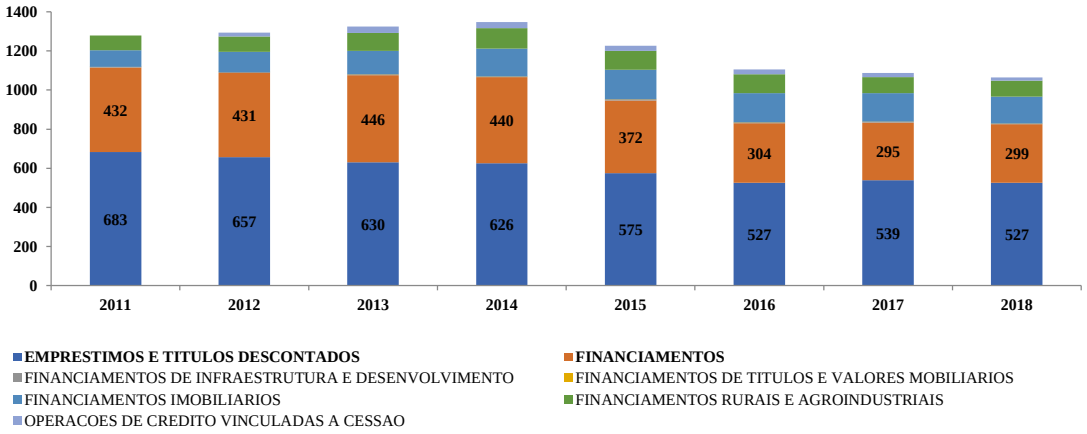


[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outros Créditos" pois se tratam, em regra, de valores associados à créditos tributários ou valores atrelados a operações cambiais – não tendo relação direta com a conta "Operações de Crédito", um dos focos da presente tese.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.19 destaca que, em termos de operações de crédito, a distribuição dos recursos entre empréstimos e financiamentos permaneceu inalterada entre 2011 e 2014. A partir de 2015, iniciou-se um processo de retração de operações de crédito, em linha com o processo de deterioração do crescimento econômico brasileiro, conduzido, principalmente, pela maior redução relativa dos financiamentos.

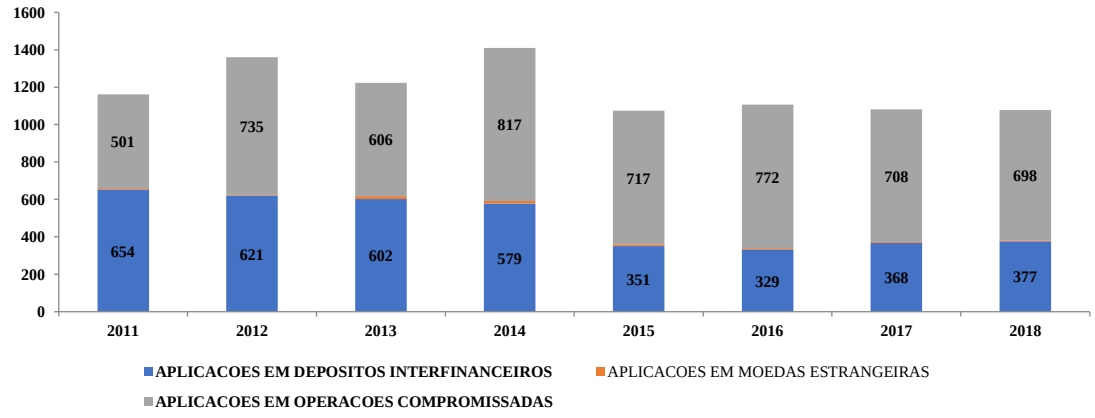
GRÁFICO 3.19
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo – Operações de Crédito (2011-2018)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.20 traz os valores relacionados com a composição das aplicações interfinanceiras de liquidez realizadas pelos bancos do sistema financeiro nacional entre 2011 e 2018. Esses recursos foram destinados à aquisição de títulos de curto prazo, sendo que, até o final de 2014, havia uma distribuição relativamente semelhante entre aplicações em operações compromissadas e aplicações em depósitos interfinanceiros. A partir de 2015, estas últimas operações tiveram uma redução significativa na demanda por parte dos bancos privados, o que sugere uma redução relativa na atividade interbancária.

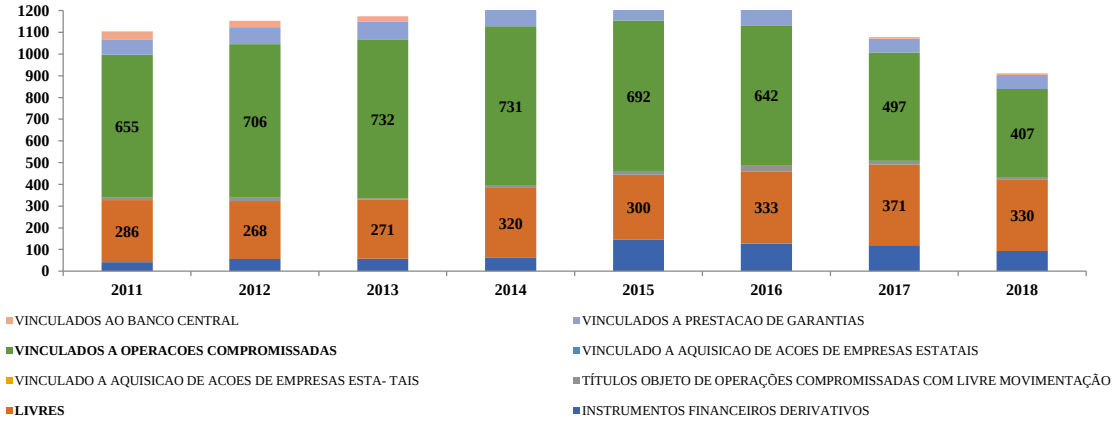
GRÁFICO 3.20
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo – Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2011-2018)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Em relação às aplicações em títulos e valores mobiliários, o Gráfico 3.21 mostra uma predominância de recursos canalizados para operações compromissadas, tendência esta que começou a se inverter em 2015 quando de sua redução ante o aumento relativo de títulos livres.

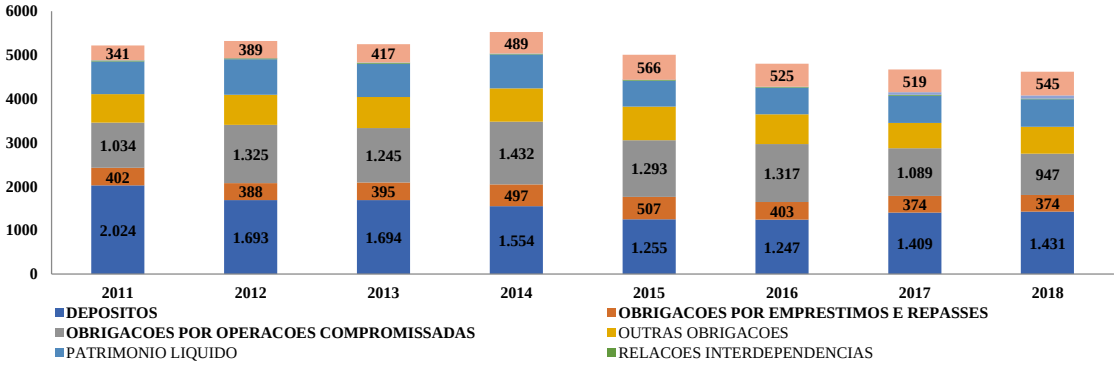
GRÁFICO 3.21
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (2011-2018)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

A composição do passivo dos bancos privados no Brasil entre 2011 e 2018 pode ser observada no Gráfico 3.22. Entre 2011 e 2014, a redução relativa dos valores captados via depósitos foi compensada pela expansão da captação de obrigações por operações compromissadas. A partir de 2015, a retração dos depósitos contribuiu diretamente para a diminuição das operações passivas das instituições financeiras ante a relativa estabilidade de outras obrigações e das obrigações por operações compromissadas. Em menor grau, também se destacam as captações por meio de recursos de aceites e emissão de títulos, bem como os recursos oriundos de obrigações por empréstimos e repasses.

GRÁFICO 3.22
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo (2011-2018)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI[1]

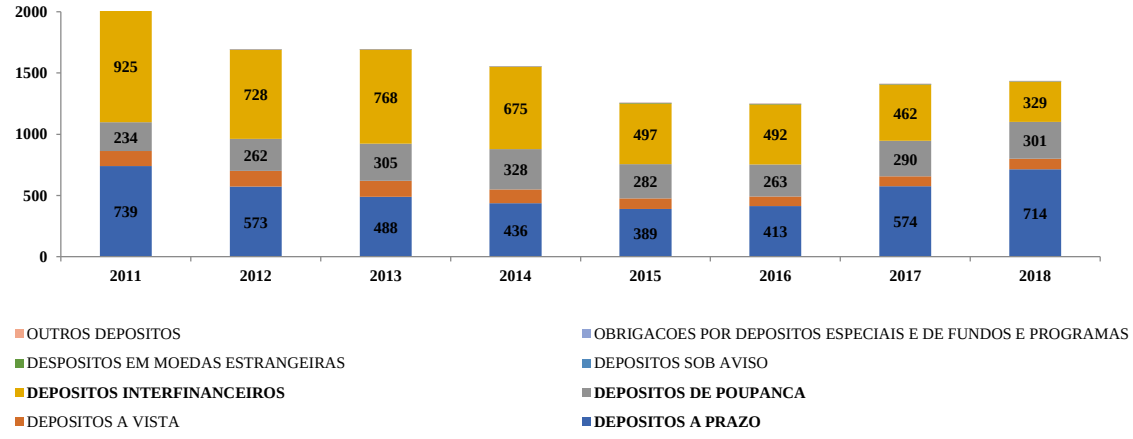


[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outras Obrigações" pois se tratam, em regra, de valores associados à provisões diversas, obrigações fiscais e previdenciárias ou valores atrelados a operações cambiais – não tendo relação direta com a conformação de *funding*, um dos focos da presente tese.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.23, por sua vez, demonstra, entre 2011 e 2014, uma forte retração na captação de recursos por depósitos a prazo e por depósitos interfinanceiros, enquanto houve uma expansão significativa no volume de captação de depósitos de poupança. Após o ano de 2015 ter apresentado uma retração generalizada em todos os tipos de depósitos, a partir de 2016 observou-se uma leve recuperação nas captações por intermédio de depósitos a prazo e de poupança.

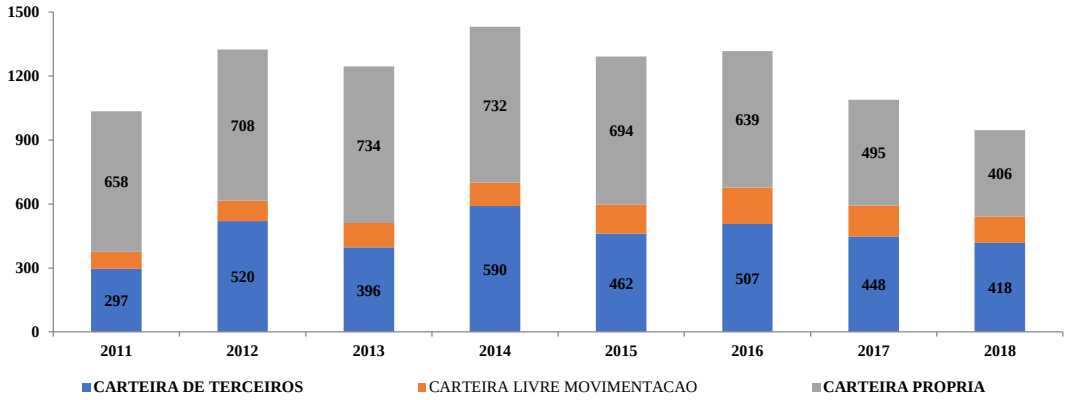
GRÁFICO 3.23
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo – Depósitos (2011-2018)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.24 traz a composição das obrigações por operações compromissadas dos bancos privados entre 2011 e 2018. No primeiro momento, houve uma expansão dessa modalidade de captação até o ano de 2014, conduzida, principalmente, por operações com carteira de terceiros. Já a partir de 2015 reduziram-se as captações associadas a essa conta por parte dos bancos privados.

GRÁFICO 3.24
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo – Obrigações Por Operações Compromissadas (2011-2018)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI

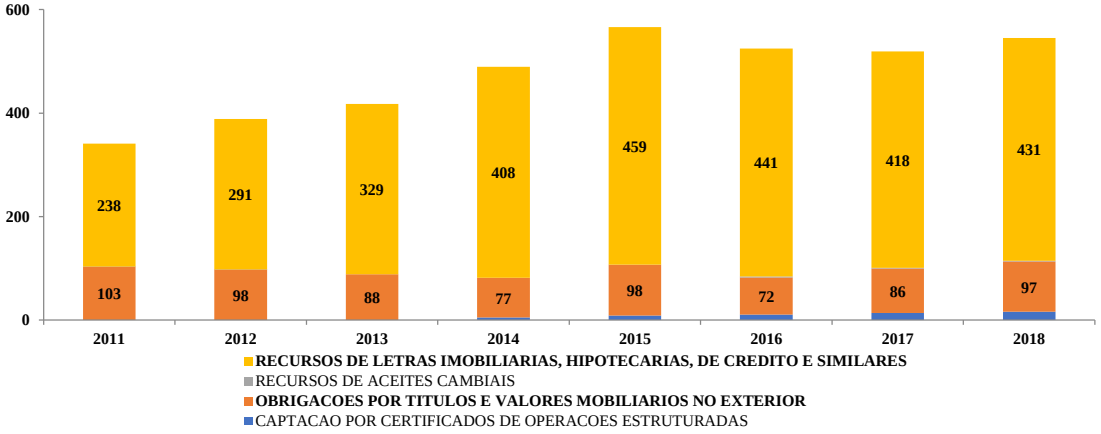


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.25 traz a composição de recursos de aceites e emissões de títulos para os bancos privados entre 2011 e 2018. Essa conta passou a ser relevante no passivo dessas instituições na década de 2010 em função do advento das letras financeiras[53], instrumentos adicionais de captação de recurso por parte dos bancos. O aumento expressivo verificado entre 2011 e 2015 se deu, fundamentalmente, pela expansão de captação de recursos por intermédio de letras financeiras, letras de crédito imobiliário (LCI) e letras de crédito agropecuário (LCA). As obrigações associadas às emissões realizadas no exterior se mantiveram com participação relativamente reduzida no período.

[53] As Letras Financeiras foram criadas em dezembro de 2009 pela Medida Provisória (MP) nº 472. As Resoluções do CMN (Conselho Monetário Nacional) nº 3.836/2010 e 4.123/2012 regulamentaram essa MP. Em junho de 2010, foi promulgada a Lei nº 12.249 (arts. 37 ao 42), que definiu as condições legais das Letras Financeiras. Buscou-se, com a criação desse instrumento, contribuir para o desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo no Brasil, uma vez que ele concorre para: i) viabilizar a captação de recursos de médio e longo prazo por parte de diversas instituições que compõem o sistema financeiro; ii) intensificar a conexão entre o mercado financeiro e o mercado de capitais; e iii) viabilizar a realização de operações ativas mais longas, em razão da possibilidade de conformação de uma estrutura de passivos compatível (OLIVEIRA, 2017).

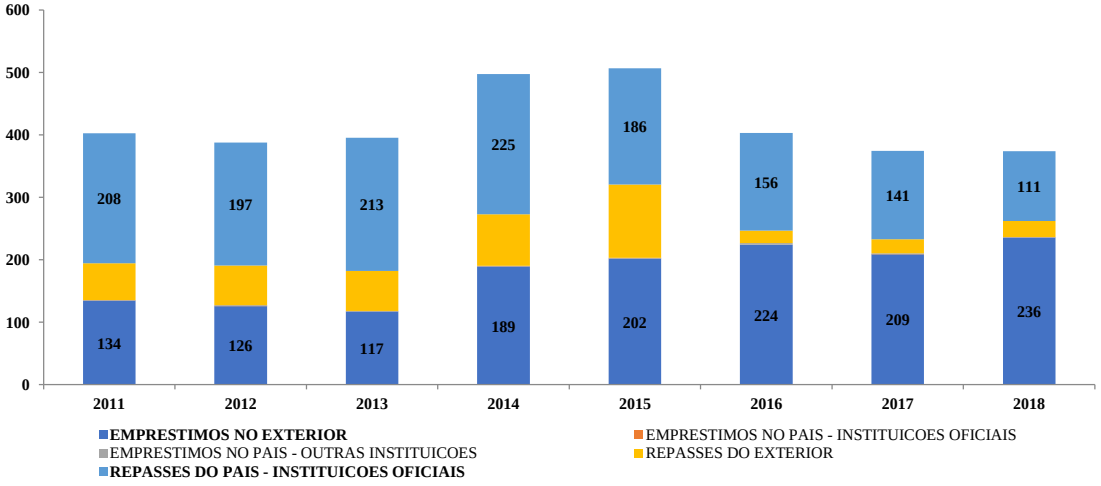
GRÁFICO 3.25
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo – Recursos de Aceites e Emissão de Títulos (2011-2018)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.26 traz a composição das obrigações por empréstimos e repasses associadas aos bancos privados entre 2011 e 2018. Esses recursos passaram a ter uma participação relevante no passivo dessas instituições em função do papel dos repasses do BNDES/FINAME. A partir de 2014, os empréstimos oriundos do exterior passaram a se tornar preponderantes na composição dessa conta.

GRÁFICO 3.26
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Privados
Passivo – Obrigações por Empréstimos e Repasses (2011-2018)
Em R$ bilhões/2018 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Depreende-se da análise da dinâmica patrimonial dos bancos privados entre 2011 e 2018 a existência de dois períodos distintos. Entre 2011 e 2014, observou-se uma relativa estagnação tanto em termos das operações ativas quanto passivas. E, a partir de 2015, houve uma retração geral do balanço das instituições financeiras.

Diferentemente das décadas anteriores, quando se presenciaram ciclos de expansão ou de estabilidade, a atividade dos bancos privados caracterizou-se por um período de estagnação e de manutenção de elevada preferência pela liquidez em termos de aplicações de recursos.

3.4. DINÂMICA PATRIMONIAL DOS BANCOS PÚBLICOS NO BRASIL

Nesta seção, será realizada a análise da dinâmica patrimonial dos bancos públicos no Brasil. No entanto, de forma distinta do que foi observado na seção anterior, a proposta dessa seção é observar isoladamente os principais bancos públicos federais no Brasil – Banco do Brasil, BNDES e CAIXA – tendo em vista suas peculiaridades consolidadas historicamente.

Cada um dos bancos está estruturado em uma subseção especifica. Faz-se, inicialmente, uma breve retomada da atuação histórica de cada um dos bancos em questão. Na sequência, analisa-se a dinâmica patrimonial nos mesmos moldes que na seção anterior: primeiramente, observa-se o período compreendido entre 1994 e 2002 – período em que se observou um movimento de retração do crédito dessas instituições; em seguida, analisa-se a dinâmica patrimonial dos bancos públicos entre os anos de 2003 e 2010 – período em que se teve uma expansão do crédito, bem como uma atuação proeminente no ápice da crise financeira mundial; por fim, encerra-se com o período entre os anos de 2011 e 2018 – momento em que se teve um ciclo de crédito marcado pela expansão da atuação dos bancos públicos, seguida de uma retração geral dos níveis de crédito na economia a partir de meados da década de 2010.

3.4.1. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BANCO DO BRASIL

A presente subseção tem por objetivo observar a dinâmica do balanço patrimonial do Banco do Brasil entre 1994 e 2018, mostrando a forma que a instituição

realizou o processo de alocação de recursos em seu ativo, bem como o modo como foram estruturadas as suas obrigações do lado do passivo.

Para esse tipo de análise, a subseção se inicia com breves considerações sobre os antecedentes históricos da atuação do Banco do Brasil na economia brasileira. Posteriormente, a partir de dados mais específicos do balanço patrimonial da instituição, será feita a análise da dinâmica envolvendo as aplicações de recursos e a estruturação de obrigações do Banco do Brasil entre o período de 1994 e 2018.

3.4.1.1. BANCO DO BRASIL: ANTECEDENTES HISTÓRICOS

O Banco do Brasil – com a nomenclatura atual - surgiu em 1905, quando um processo de crise bancária atingiu seu antecessor, o Banco da República do Brasil, até o limiar da falência. Em função da posição ocupada pelo banco no sistema financeiro – enquanto único detentor de depósitos do país, bem como pelo seu papel "semioficial" de banco do governo, o Tesouro Nacional interveio para socorrer a instituição. O "novo" banco, que então surgiu, foi chamado de Banco do Brasil, sob controle direto do Governo Federal (ANDRADE E DEOS, 2009).

Com o intuito de estabilizar as taxas de câmbio da economia brasileira, o Tesouro Nacional, na década de 1920, passou a ser o acionista majoritário do banco e o Banco do Brasil se tornou o único agente do governo para transações em moeda estrangeira. Posteriormente, em 1942, o Banco do Brasil aprimorou a ação conjunta como autoridade monetária - o banco garantiu liquidez ao sistema bancário e foi uma peça importante na execução da política monetária - e como banco comercial (ANDRADE E DEOS, 2009).

Com o advento das reformas dos anos 1960 e a ainda incipiente estrutura do Banco Central recém-criado, o Banco do Brasil foi autorizado a receber depósitos voluntários dos bancos comerciais e a fazer a compensação de cheques do sistema financeiro. Além disso, foi criada uma conta do Banco Central no Banco do Brasil denominada conta-movimento, por meio da qual seriam registrados os pagamentos e recebimentos relativos aos serviços que o Banco do Brasil realizasse junto ao Banco Central. Na prática, a conta se tornou um mecanismo pelo qual, diariamente, o Banco do Brasil nivelava aplicações e obrigações.

A expansão creditícia proporcionada pelo Banco do Brasil a partir dos anos 1970 se deveu principalmente à política deliberada de fomento ao setor agrícola, apoiada no

mecanismo da conta-movimento e que se mostrou também fundamental para a sustentação do desenvolvimento industrial. Além disso, o Banco do Brasil assumiu posição central no Sistema Nacional de Crédito Rural, criado em 1965, por meio do qual proveu o setor agrícola de financiamento ao custo de capital a taxas negativas (VIDOTTO, 1997).

Vidotto (2002) também destaca o papel do Banco do Brasil no suporte ao setor externo da economia brasileira, por meio do financiamento da atividade produtiva doméstica e, à medida que a restrição cambial se aproximava da crise dos anos 1980, por meio da intensificação de captações externas. O suporte à atividade produtiva, especificamente, envolveu a canalização de recursos externos para o sistema financeiro doméstico.

O ponto de inflexão na trajetória do Banco do Brasil ocorreu em 1986, com o fim da conta-movimento do Banco Central. A medida fez parte de um conjunto de mudanças que visava limitar o grau de liberdade concedido ao Banco Central e ao Banco do Brasil na administração da dívida mobiliária federal, conferindo maior clareza e controle das contas públicas (SILVA, 2010).

O mecanismo da conta-movimento do Banco Central ao Banco do Brasil ocultava grande parte dos gastos fiscais extra-orçamentários do Tesouro Nacional e repasses de recursos de fundos e programas do governo, que eram financiados pela emissão de títulos da dívida pública pelo Banco Central. Isso prejudicava a contabilização da dívida e a determinação do componente fiscal do déficit (NUNES, 1998). Com o fim de tal mecanismo, o Banco do Brasil, de fato, deixou de ser uma autoridade monetária, sujeitando-se às mesmas restrições de reservas dos bancos comerciais. Por outro lado, o banco foi autorizado a atuar em todos os segmentos de mercado que às demais instituições financeiras.

A nova conjuntura afetou fortemente a instituição, obrigando o banco a buscar novas formas de *funding* para a cobertura de suas posições ativas. Nesse contexto institucional, o mecanismo da conta-movimento foi substituído, de um lado, por uma sistemática de aporte de recursos do Tesouro Nacional, que desde o primeiro momento revelou-se errática, o que trouxe implicações sérias para o banco, e, de outro, por captação própria junto ao mercado. Após 1986, as contas do Banco do Brasil ficaram marcadas por uma inconsistência fatal: as operações ativas encontravam-se sob forte influência da política econômica e as operações passivas crescentemente sujeitas às condições de mercado (ANDRADE E DEOS, 2009),

Em decorrência da nova conjuntura de diminuição dos recursos que tipicamente davam suporte à sua atuação como banco de fomento, bem como da necessidade de responder à crescente fragilização financeira, o Banco do Brasil efetivou um processo de conglomeração. Esse processo de conglomeração foi uma tentativa de responder e contornar a crise vivida, que se projetava nas dimensões típicas de sua natureza dual. Isto é, tanto no que diz respeito a ser um instrumento de política pública - mais especificamente, quanto um agente governamental de crédito - quanto à sua inserção mais explícita no plano da concorrência com os demais bancos, mas com o agravante de ter de lidar com uma progressiva deterioração patrimonial.

Andrade e Deos (2009) observam que a conglomeração foi a primeira etapa do processo de reorientação da instituição, com maior ênfase na lógica típica dos bancos privados, o que significou o início do aprendizado de capacidades e recursos necessários para levar a cabo um processo efetivo de conglomeração, que somente iria se consolidar na década de 1990.

A promulgação da Constituição Federal de 1988 estabeleceu o fim das atribuições de caixa do Tesouro Nacional até então exercidas pelo do Banco do Brasil. Determinou à recém-criada Secretaria do Tesouro Nacional (STN) a responsabilidade pelo Orçamento Geral da União (OGU) e pelo repasse dos recursos para que o Banco do Brasil cumprisse seu papel de agente financeiro do Tesouro Nacional. No primeiro momento, ficou definido o repasse prévio de recursos, mas estes eram sempre transferidos passo a passo, o que na prática se converteu em acúmulo de atrasos sistemáticos. O Banco do Brasil passou a maior parte do tempo como credor do Tesouro Nacional, financiando seu próprio controlador. Desse modo, o banco perdeu todas as vantagens operacionais associadas à posição que antes ocupava. O encarecimento do *funding*, até então sustentado pela conta movimento a custo zero e os saldos devedores do Tesouro Nacional junto ao banco – que viriam a ser quitados somente algum tempo depois – tiveram peso importante na deterioração financeira da instituição (FERREIRA JÚNIOR, 2002 *apud* SILVA, 2010).

Segundo Vidotto (1997), a alta rentabilidade exibida pelo Banco do Brasil até 1986 decorria da complementaridade de seus papéis de autoridade monetária, agente financeiro do Tesouro Nacional e principal agente de captação, por um lado, apesar de tratar-se, por outro, de agente público voltado ao fomento de setores agropecuários e industriais. Tais papéis, por si, não implicariam tolher seu papel de diversificação e

expansão sob critérios concorrenciais; se isso não se efetivou, foi porque sua função de fomento prescindiu desse desdobramento.

Apesar de a extinção da conta-movimento ter encarecido significativamente o *funding* do Banco do Brasil, este manteve sua posição central no fomento ao setor agrícola, mesmo porque o segmento privado não apresentou um padrão de financiamento alternativo. Porém, o volume de crédito ao setor foi reduzido e seu custo elevado, além de as fontes não mais se basearem nos orçamentos monetário e fiscal - mas sim na crescente deterioração patrimonial do banco. Por outro lado, a conglomeração financeira permitiu ao Banco do Brasil diversificar a captação de recursos via mercado e sustentar seu papel de operador de políticas públicas.

O Banco do Brasil também realizou inovações na oferta de produtos e serviços, como a Caderneta de Poupança Rural, que se tornou fundamental para contornar as restrições orçamentárias do financiamento rural. Todavia, Ferreira Junior (2002) ressalta que, ao mesmo tempo em que a Poupança Rural materializou-se como o principal instrumento para a sustentação do crédito rural, tornou-se também um componente de sua fragilização, não apenas por ser um *funding* mais caro, mas também por seus prazos. Pelo lado do passivo é de um mês, enquanto pelo ativo é uma safra, em geral cinco meses.

Posteriormente, a aprovação de anistias, refinanciamentos e alongamento de prazos dos empréstimos, conquistadas pelos agricultores em razão do poder político do setor, contribuiu para o agravamento da estrutura operacional do banco, já no final da década de 1980. No início da década seguinte, o Banco do Brasil perdeu a exclusividade no recolhimento de impostos federais e do fechamento de câmbio das estatais, que passou ao Ministério da Fazenda. A medida representou o fim no seu papel de principal executor do financiamento do comércio exterior (SILVA, 2010).

Nos primeiros anos da década de 1990, o banco conseguiu reverter parcialmente os maus resultados de fins de 1980 por meio de um amplo programa de reestruturação dos ativos, com o qual a instituição recuperou empréstimos de liquidação duvidosa e também por meio de receitas inflacionárias e ganhos com *floating*. No entanto, o Banco do Brasil voltou a enfrentar problemas operacionais no ambiente de estabilização conquistada pelo Plano Real, principalmente pelo fim dos ganhos que a inflação proporcionava.

Do ponto de vista da reorientação do papel dos bancos públicos, e do Banco do Brasil em particular, algumas medidas tomadas pelo governo federal de 1993 a 1995

foram decisivas para esse processo: a criação do Comitê de Coordenação Gerencial das Instituições Financeiras Públicas, em 1993, no âmbito do Ministério da Fazenda, medida que expressaria a percepção, por parte do governo, da necessidade de coordenação e centralização das políticas dos bancos públicos federais; o Plano de Curto Prazo, de 1994, que enfatizava a importância do sistema financeiro público e a necessidade de seu enquadramento para disciplinar os gastos governamentais; o Plano de Ação Imediata, de 1995, o qual, no que diz respeito aos bancos públicos, explicitava a necessidade de saneá-los e definir mais claramente seu papel; e a Nota Técnica 020/1995, do Ministério da Fazenda. Em particular, a Nota Técnica foi um documento de grande importância para o destino dos bancos federais, pois estabeleceu a política do governo para essas instituições, ainda que a implementação dessas diretrizes não tenha sido completa ou linear (VIDOTTO, 2002; JUNG, 2004; *apud* ANDRADE E DEOS, 2009).

No que diz respeito mais especificamente ao Banco do Brasil, o documento afirma que este permaneceria com as seguintes características: conglomerado financeiro federal, com atribuições específicas de fomento agroindustrial, de fomento ao comércio exterior, de relacionamento com o mercado financeiro internacional e de principal agente financeiro do Tesouro Nacional (VIDOTTO, 2002).

Na visão de Andrade e Deos (2009), uma questão importante que se coloca é a reafirmação da permanência do setor público federal como participante direto e tão expressivo no Sistema Financeiro Nacional e, mais ainda, ao caráter dessa reafirmação. Se, por um lado, é verdade que bancos públicos federais não foram privatizados, diferentemente dos bancos estaduais, e que tiveram, no plano do discurso, sua necessidade reafirmada, por outro lado também se percebe nesse conjunto de movimentos um crescente encaminhamento dos bancos federais, e do Banco do Brasil em particular, para a lógica típica de um banco privado, com prejuízo de sua ação pública.

A partir de 1995, com a alteração no perfil da gestão do Banco do Brasil – em linha com as diretrizes do governo à época – houve a promoção de um amplo programa de ajustes, no intuito de adaptar a instituição ao ambiente do Plano Real, por da inclusão de medidas como redução de despesas, reestruturação organizacional e renegociação de dívidas.

Em que pese o fato dos grandes bancos terem enfrentado sérios problemas associados ao elevado grau de alavancagem da carteira de crédito e a má avaliação de

risco, conjugados com a redução de liquidez promovida pela autoridade monetária – o que levou à elevação da taxa de inadimplência, causando fragilização do sistema financeiro e insolvência de vários bancos - Vidotto (1997) argumenta que o resultado negativo do Banco do Brasil também se deveu aos erros na gestão da carteira de crédito rural, quando a diretoria do banco, fundamentada em um novo paradigma de negociação, adotou critérios rígidos na renegociação de débitos dos produtores agrícolas. Esta postura se refletiu na explosão da inadimplência dos empréstimos rurais que acabou repercutindo também nas carteiras de crédito comercial e industrial (SILVA, 2010).

A crise vivenciada pelo Banco do Brasil seria mitigada em 1996, com o aporte de R$ 8 bilhões. A capitalização se fez na forma da negociação de novas ações, sendo a maior parte adquirida pelo Tesouro Nacional (R$ 6,4 bilhões em títulos e ações de estatais), pelo Fundo de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) - que comprou R$ 1 bilhão em ações - e pelo BNDESPar, que adquiriu R$ 500 milhões. Com o montante expressivo de recursos aplicados na capitalização do Banco do Brasil, o Tesouro Nacional aumentou sua participação no capital social do banco de 29,2% para 72,7% (VIDOTTO, 1999).

De acordo com Jung (2004), a capitalização, na magnitude em que foi feita, equacionou os problemas patrimoniais do Banco do Brasil, ao mesmo tempo em que viabilizou uma alteração nos instrumentos de renegociação de crédito. Esse processo viria a se mostrar de fundamental importância nos anos seguintes uma vez que, enquanto implantavam-se reformas de maturação mais lenta e de maior envergadura, foi a recuperação de créditos inadimplidos, viabilizadas pelos instrumentos de negociação disponibilizados pelo governo, que garantiram os resultados positivos do Banco do Brasil. Estes instrumentos foram a securitização das operações, a partir de 1996, e a introdução do Programa Especial de Saneamento de Ativos em 1998. As medidas tinham em comum o alongamento do perfil das dívidas e a substituição dos instrumentos de crédito originais por títulos de emissão governamental de vencimento futuro. O devedor, além da responsabilidade de aquisição destes títulos, se responsabilizava pelo pagamento dos juros incidentes sobre os papéis.

O processo de capitalização do Banco do Brasil possibilitou a adequação do patrimônio líquido do Banco às exigências do Acordo de Basileia. Nesse contexto de reformas e reestruturações, apontava-se para a necessidade de novas práticas na área e, para tanto, estabeleceram-se as seguintes medidas: adoção do limite de crédito por

cliente, segregação das funções de crédito e operacionais e decisão sobre concessão de crédito exclusivamente em regime colegiado. Vidotto (2002), ao analisar esse processo, observa que, na ausência de orientações advindas de uma política que coordenasse a ação dos bancos públicos, a própria instituição elaborou suas regras de conduta, aproximando-a da atuação típica de instituições financeiras privadas.

Em abril de 2001, o Banco do Brasil foi transformado em banco múltiplo. Em função disso, foram ativadas carteiras financeiras e comerciais e, posteriormente, a de *leasing*. A nova configuração permitiu a redução dos custos, racionalização de processos e otimização da gestão financeira e fisco-tributária. O conglomerado também foi reestruturado, visando dar maior agilidade, autonomia e segurança aos processos decisórios[54].

Posteriormente, o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF) foi criado por meio da Medida Provisória 2.196/2001, objetivando a reestruturação patrimonial dos bancos públicos federais. A norma, estabelecida após a primeira inspeção realizada pelo Banco Central nessas instituições, impôs aos bancos públicos federais as mesmas normas a que estavam submetidos os bancos privados. Visava um processo mais amplo de reestruturação do sistema financeiro público, com o objetivo de sanar os problemas operacionais dessas instituições, que ficaram evidenciados em um ambiente de estabilidade financeira (ANDRADE E DEOS, 2009).

Do ponto de vista do Banco do Brasil, o programa representou a continuidade das medidas de saneamento e capitalização realizadas em 1995 e 1996. Essas medidas teriam como objetivo o enquadramento contábil do Banco do Brasil ao Índice de Basileia e ao cumprimento das exigências estabelecidas pelos órgãos fiscalizadores e reguladores das atividades bancária e financeira fortalecendo a estrutura de capital do banco. Os ajustes tornaram-se necessários em virtude do aprimoramento da regulação prudencial sobre as instituições financeiras que resultou dentre outras medidas na elevação do índice mínimo de adequação do capital (de 8% para 11%), no aumento do percentual de ponderação de risco sobre os créditos tributários (de 20% para 300%) e na

[54] A Diretoria Executiva passou a ser composta pelo Conselho Diretor (presidente e vice-presidentes) e demais diretores; e foram criados comitês, subcomitês e comissões para ambos os níveis. Essa nova estrutura configurou o banco em três pilares negociais – atacado, varejo, governo, além de recursos de terceiros (SILVA, 2010).

definição pela Resolução 2682/1999 de novos critérios de classificação de risco de crédito e de novos níveis de provisão[55] (Ministério da Fazenda, 2001).

De acordo com Andrade e Deos (2009), as principais medidas do programa relacionadas com o Banco do Brasil buscavam transferir riscos de crédito para o Tesouro Nacional e trocar ativos de reduzido grau de liquidez e baixa remuneração por ativos líquidos remunerados à taxa de mercado. No caso específico do Banco do Brasil, possibilitou: a) redução dos ativos ponderados pelo risco em R$ 6,98 bilhões; b) redução do Patrimônio Líquido Exigível (PLE) em R$ 768 milhões; c) aumento do Patrimônio de Referência (PR) em R$ 2,81 bilhões.

No tocante às dívidas rurais, houve dois processos de reestruturação: a) a securitização de dívidas rurais associadas a recursos próprios, por meio da extinção da coobrigação do Banco do Brasil pelo pagamento de operações rurais securitizadas do valor de R$ 5,63 mi, o que permitiu a redução de R$ 3,0 bilhões dos ativos ponderados pelo risco; b) a securitização de dívidas rurais associadas a recursos de terceiros, envolvendo a dação em pagamento à União dos créditos financiados com recursos do Sistema BNDES, FUNCAFÉ e outros recursos do Tesouro Nacional, viabilizando a desoneração do risco operacional e de Basileia dessas operações.

Do ponto de vista das operações de tesouraria do Banco do Brasil, realizou-se a permuta de títulos da dívida externa brasileira por letras financeiras do tesouro, reduzindo o risco da exposição cambial. Ainda além, a carteira do Programa Especial de Saneamento Ativo (PESA) foi cedida ao Tesouro Nacional em troca de títulos federais, transferindo, assim, o risco de crédito.

Por fim, para o Fundo Constitucional do Centro Oeste, administrado e gerido pelo Banco do Brasil, os riscos de operações vinculadas ao fundo foram integralmente transferidos, permanecendo compartilhado apenas o risco das novas operações, bem como a reclassificação de recursos da carteira. Isso de modo a viabilizar, mais uma vez, a redução do risco operacional, a adequação ao Índice de Basiléia e o aumento do patrimônio de referência.

[55] A medida estabelecia os critérios para classificação de riscos das operações de crédito e adequação dos recursos destinados ao provisionamento dos empréstimos de liquidação duvidosa, de acordo com a classificação de risco da operação. As operações de crédito passaram a ser avaliadas e classificadas a partir das características da operação (valor, finalidade, tipo de transação e garantia) e do tomador (projeção de fluxos de caixa, setor econômico, ambiente macroeconômico). A escala para a classificação de risco compreendia nove níveis, de AA (baixíssimo risco) a H (alto risco). A provisão para perdas seria calculada a partir da categoria de risco da operação. Para operações classificadas como AA a provisão seria de 0% do valor do empréstimo e para operações H, 100% do valor (SILVA, 2010).

Uma questão crucial a ser avaliada, na ótica de Oliveira (2003) é se o Banco do Brasil se fortaleceu, de fato, como banco público, ou se apenas iniciou uma nova trajetória, devidamente fortalecido, em função de seu processo de reestruturação. Para o autor, que salienta a questão do crédito rural, a partir de 1995, a gestão da carteira de crédito agrícola foi submetida aos rigores da globalização financeira, por meio do ajuste fiscal e dos princípios de regulação prudencial ditados pelo Acordo de Basileia. Vidotto (2002) faz, também, algumas considerações sobre a reorientação do papel do Banco do Brasil, observando que as novas condições impuseram uma redução no alcance do subsistema de crédito rural como instrumento de política econômica em função de novas linhas e programas de ação. No entanto, em que pesem as transformações observadas no Banco do Brasil na década de 1990, ele ainda continuou como principal agente da política de crédito rural, proporcionando ao setor condições diferenciadas para a acumulação.

A partir de 2004, o Banco do Brasil iniciou uma trajetória de expansão da carteira de crédito, inserido no contexto de melhoria do ambiente macroeconômico e de retomada do crescimento da economia brasileira. Há que se destacar a expressiva expansão na concessão de empréstimos e financiamento para a indústria na segunda metade da década de 2000 por parte da instituição.

De acordo com Araujo e Cintra (2011), há dois condicionantes para se explicar esse movimento virtuoso: o primeiro é que o elevado volume de empréstimos para o setor industrial tenha sido viabilizado pela atuação do Banco do Brasil como intermediário financeiro do BNDES. Já o segundo se associa ao crescimento do volume de empréstimos para capital de giro.

Em termos do financiamento rural, o *boom* nas cotações das *commodities* – entre 2003 e 2008 – contribuiu para a redução da preferência pela liquidez dos bancos para este segmento, envolvendo os bancos de forma geral. De todo modo, os bancos públicos detêm a maior participação do crédito ao setor rural, mantendo média histórica superior a 50%. No caso específico do Banco do Brasil, a instituição permaneceu como principal provedor de crédito ao setor, tendo sua participação na concessão total desses empréstimos e financiamentos passado de 62,75% em 2003 para 69,98% em 2009 (ARAUJO E CINTRA, 2011).

Entre meados do ano de 2008 e 2010, o Banco do Brasil, bem como as demais instituições financeiras públicas, se destacou pela atuação anticíclica no enfrentamento dos efeitos da crise financeira mundial. A atuação do Banco do Brasil sustentou não só

o financiamento da atividade rural como também o consumo e a atividade industrial, já a partir do último trimestre de 2008. No ápice da crise, em 2009, o segmento que apresentou maior expansão foi o das pessoas físicas, chegando ao crescimento anual de 97% em setembro de 2009, quando comparado com o mesmo período no ano anterior (RUOCCO, 2011).

Faz importante destacar um dos condicionantes que possibilitam a atuação anticíclica dos bancos públicos no período da crise financeira mundial: a estabilidade do *funding* do crédito direcionado, garantindo um nível mínimo de empréstimos em todos os momentos. De acordo com Freitas e Prates (2009), se, por um lado, a sua concessão não aumenta tanto quanto o crédito com recursos livres nas etapas de expansão, em momentos de contração dos financiamentos, ele sustenta, pelo menos para os setores mais sensíveis, um volume mínimo de crédito.

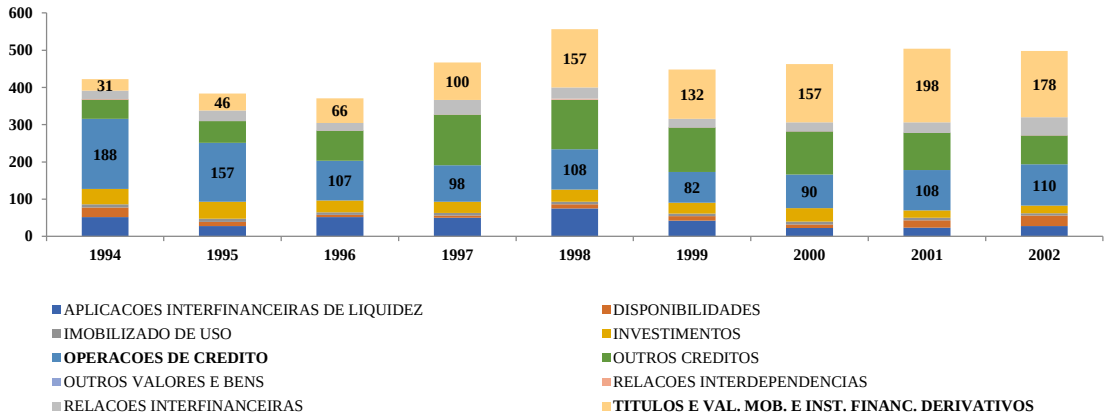
Na década de 2010, dois períodos distintos apontam o comportamento do Banco do Brasil. Na primeira metade da década, a instituição continuou o movimento observado na atuação anticíclica, sendo o principal banco público em termos de estoque de operações de crédito e em valor de ativos – destacando-se nesse processo o fortalecimento das operações de crédito com recursos direcionados. Na segunda metade da década, o Banco do Brasil passou a desempenhar uma nova agenda de reorganização institucional, marcada, principalmente, pela retração dos quadros de pessoal – a partir de Planos de Demissão Voluntária ou de Aposentadoria Incentivada – e do encerramento de agências e postos de atendimento.

3.4.1.2. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BANCO DO BRASIL (1994-2002)

Essa subseção tem por objetivo realizar a análise dos principais itens do ativo e do passivo do Banco do Brasil para o período compreendido entre 1994 e 2002.

O Gráfico 3.27 traz a composição dos itens do ativo do Banco do Brasil entre os anos de 1994 e 2002. Depreende-se do gráfico que a participação do crédito sobre o total do ativo declinou – redução de 21,65% entre 1997 e 2002 - enquanto os recursos aplicados em títulos e valores mobiliários aumentaram consideravelmente – crescimento de 78,7% entre 1997 e 2002 - como reflexo do processo de capitalização por qual passou a instituição a partir de 1996.

GRÁFICO 3.27
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos - Banco do Brasil
Ativos (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI[1]

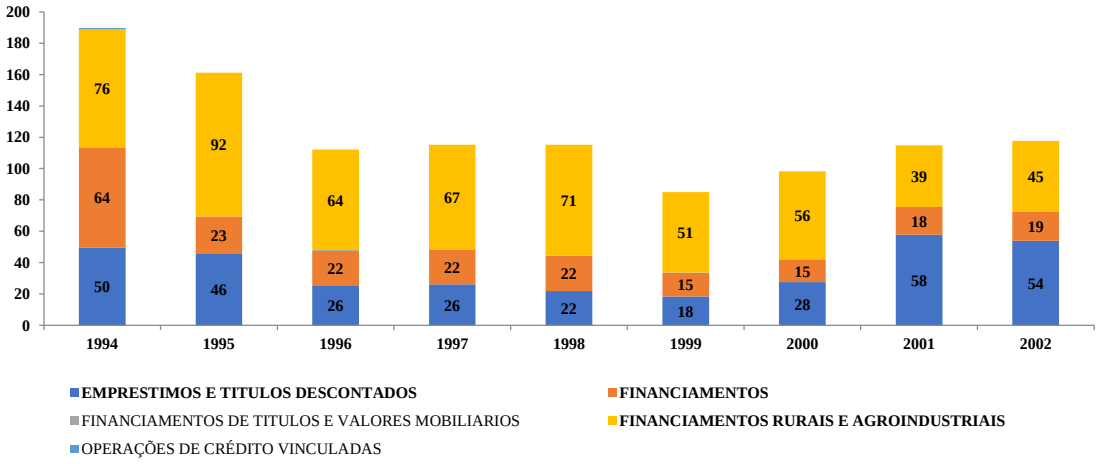


[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outros Créditos" pois se tratam, em regra, de valores associados à créditos tributários, contingências judiciais ou outros valores a receber – não tendo relação direta com a conta "Operações de Crédito", um dos focos da presente tese.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.28 traz a composição e a evolução das operações de crédito do Banco do Brasil entre 1994 e 2002. Observa-se uma forte redução no volume de empréstimos e de financiamentos entre 1994 e 1999, enquanto, no mesmo período, os financiamentos rurais e agroindustriais permaneceram relativamente estáveis, ainda que com uma tendência de redução, o que pode ser explicado em função do direcionamento obrigatório de recursos captados por meio da poupança rural e de depósitos à vista para o financiamento dessas atividades. A partir de 2000, iniciou-se uma recuperação, ainda que lenta, dos níveis das operações de crédito, explicada pelo desempenho de empréstimos e títulos descontados.

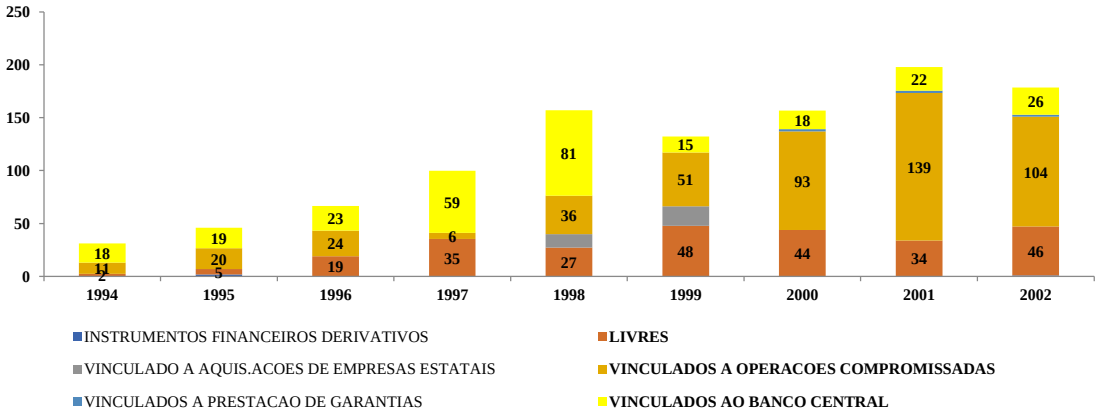
GRÁFICO 3.28
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Operações de Crédito (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.29 traz as informações sobre os recursos aplicados em títulos e valores mobiliários pelo Banco do Brasil entre 1994 e 2002. Inicialmente, a maior variação se explica pela importância de títulos vinculados ao Banco Central. Posteriormente, a partir de 1999, a sustentação do crescimento se deve aos títulos vinculados a operações compromissadas, ou seja, com compromisso de revenda, traduzindo o *modus operandi* da política de liquidez do Banco Central, bem como uma resposta ao processo de capitalização por que passou o banco em meados da década de 1990.

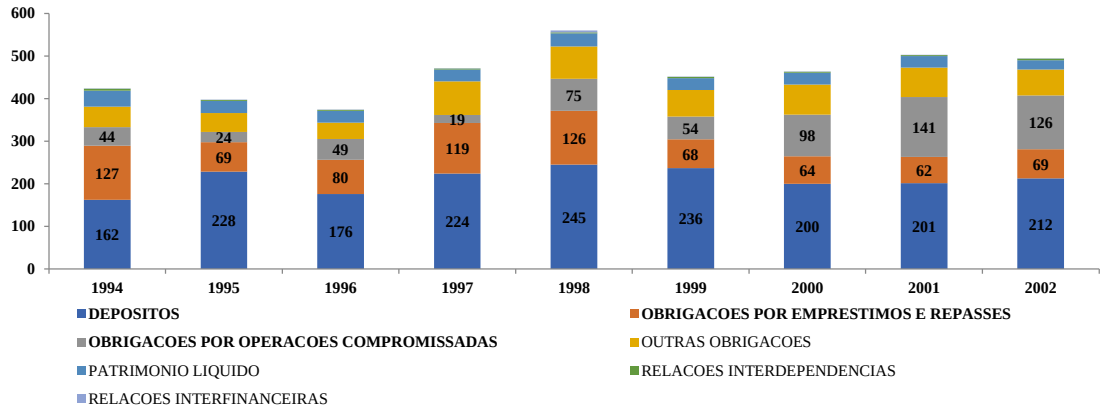
GRÁFICO 3.29
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos - Banco do Brasil
Ativos - Títulos e Valores Mobiliários (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI – IGP/DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.30 traz a composição e evolução dos itens do passivo do Banco do Brasil entre 1994 e 2002. Percebe-se uma relativa estabilidade na participação dos depósitos na totalidade do passivo, sendo este a principal fonte de captação de recursos do banco. As obrigações por empréstimos e repasses, por sua vez, contribuíram para o aumento do *funding* do banco entre 1996 e 1998. No período subsequente, houve uma redução na participação desses recursos sobre a totalidade do passivo do Banco do Brasil. Por fim, a participação relativa de obrigações por operações compromissadas se expandiu significativamente a partir de 1999.

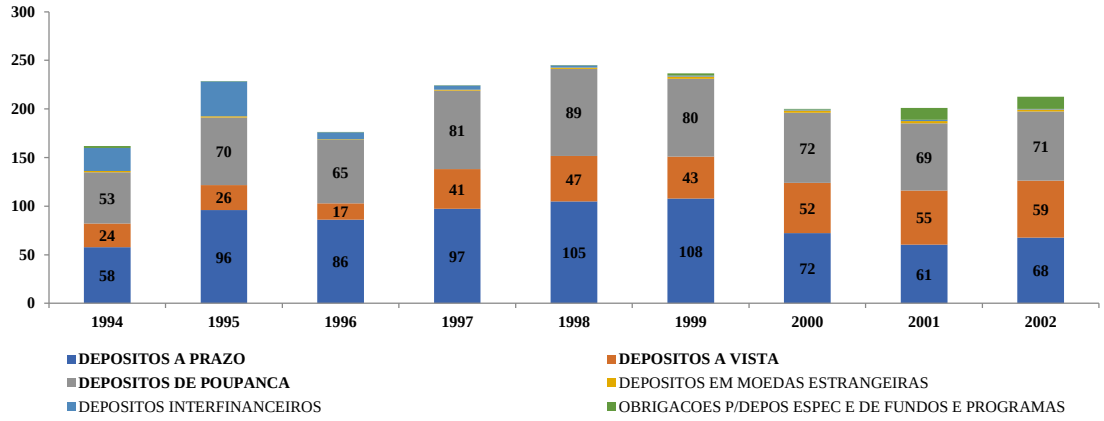
GRÁFICO 3.30
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos - Banco do Brasil
Passivo (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI[1]



[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outras Obrigações" pois se tratam, em regra, de valores associados à provisões diversas, obrigações fiscais e previdenciárias ou valores atrelados a operações cambiais. Embora nessa conta se encontre recursos oriundos de fundos públicos (por exemplo, o FCO), a participação sobre o total da conta é reduzido.
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Como forma de descrever os principais componentes do passivo da instituição, o Gráfico 3.31 traz a composição dos depósitos, revelando que os depósitos a prazo e os depósitos de poupança foram as principais formas de captação de recursos nesse período. Cabe observar também a participação dos depósitos à vista que, ainda que de forma reduzida quando comparados com as outras duas fontes mencionadas anteriormente, apresentou crescimento importante a partir de 1997, contribuindo para o aumento dos recursos que são direcionados aos financiamentos rurais e agroindustriais.

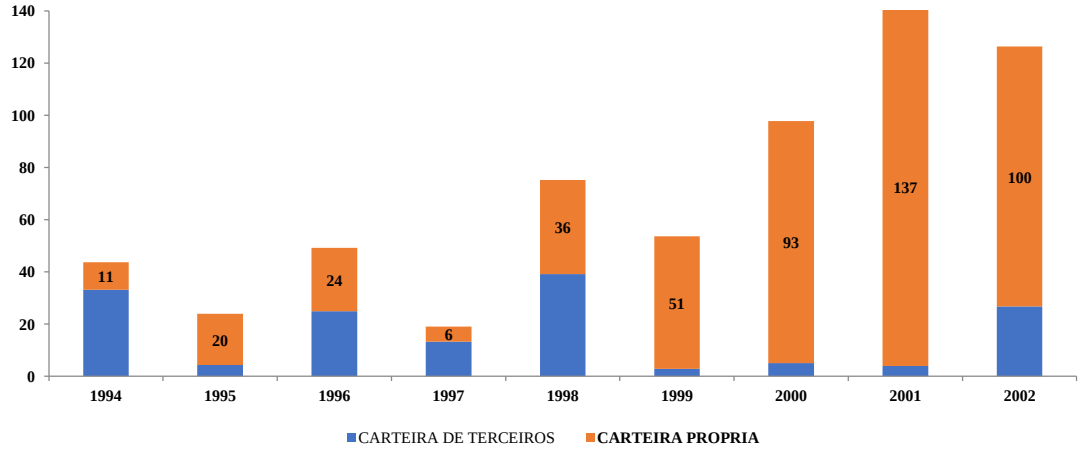
GRÁFICO 3.31
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Depósitos (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.32 descreve a evolução das obrigações por operações compromissadas do Banco do Brasil entre 1994 e 2002. A partir de 1998, essa conta passou a ter relevância no passivo da instituição, de modo que, após o processo de capitalização e de reformas no âmbito do PROEF, o banco intensificou sua atuação no processo de venda de títulos com compromisso de recompra futura.

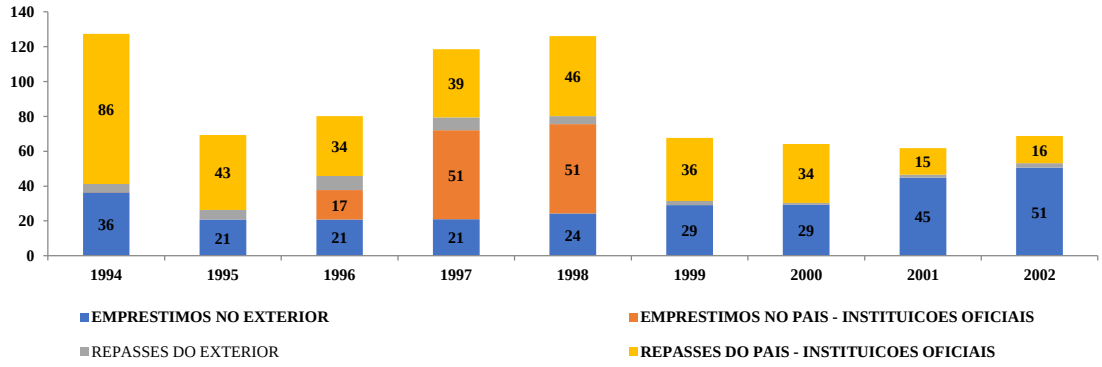
GRÁFICO 3.32
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo – Obrigações por Operações Compromissadas (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Do ponto de vista das obrigações por empréstimos e repasses, o Gráfico 3.33 demonstra que o desempenho favorável entre os anos de 1997 e 1998 se deveu ao crescimento de empréstimos oficiais oriundos do Tesouro Nacional. Em relação aos repasses, os recursos foram repassados por meio do BNDES/FINAME. A partir de 1999, o papel das fontes oficiais de recursos passou a se reduzir gradativamente, de modo que, a partir de 2001, as captações externas passaram a ser predominantes.

GRÁFICO 3.33
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

De forma geral, pode-se observar, ao longo dos anos 1990, uma diminuição significativa da participação das operações de crédito sobre a totalidade do ativo – ante a estagnação do crédito observada nos bancos privados, à revelia do crescimento das aplicações de recursos em títulos e valores mobiliários – o que também ocorreu com os bancos privados. No tocante ao passivo, observou-se uma estabilização dos recursos oriundos dos depósitos, uma redução da participação de empréstimos e repasses de fontes oficiais ante um movimento de crescimento de captações externas, somado ao aumento da participação das obrigações por operações compromissadas – movimento semelhante ao que se deu com os bancos privados em conjunto.

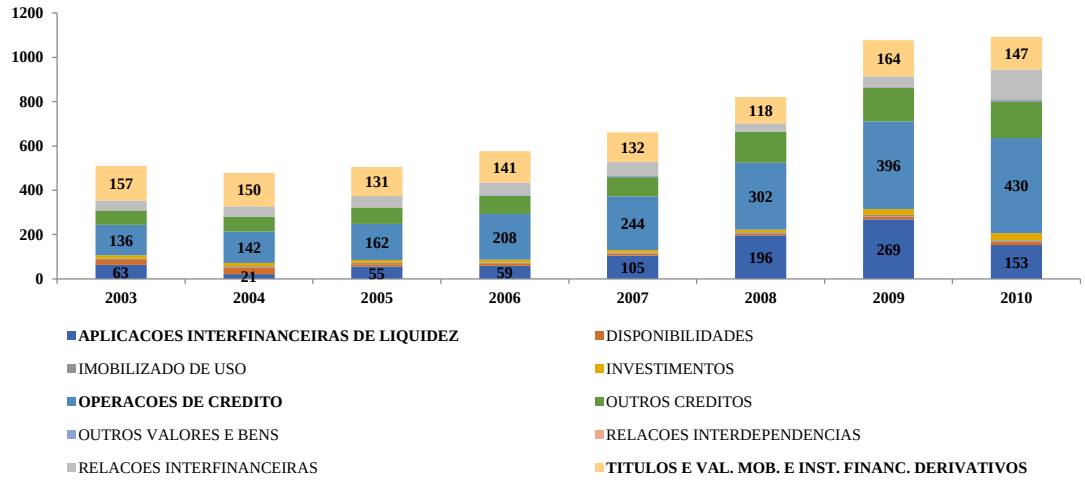
3.4.1.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BANCO DO BRASIL (2003-2010)

O Gráfico 3.34 traz informações sobre a estruturação e evolução do ativo do Banco do Brasil na década de 2000. De forma oposta ao que se observou no período

analisado anteriormente, a participação das operações de crédito sobre o total de ativos do Banco do Brasil aumentou de forma significativa entre 2003 e 2010. Já os títulos e valores mobiliários que representavam 39,2% do ativo em 2003, passaram a representar 13,4% em 2010.

Destaca-se também o aumento da participação de aplicações financeiras de liquidez sobre o ativo do banco nos anos de 2008 e 2009, em um contexto de crise financeira mundial. No entanto, vale destacar que esse movimento não foi oriundo de uma retração de operações de crédito – visto que estas se expandiram significamente entre 2009 e 2010 - mas sim de uma expansão do balanço de ativos de uma forma geral.

GRÁFICO 3.34
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Ativo (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



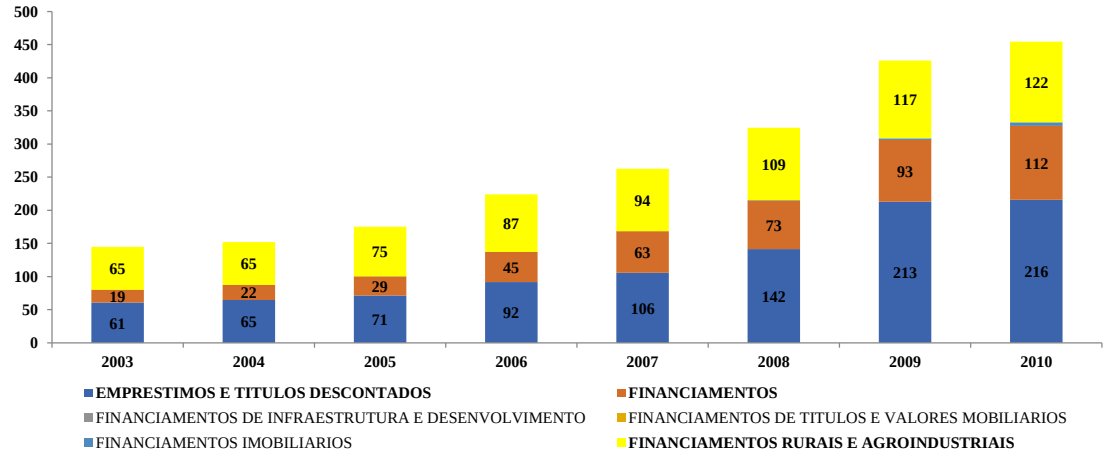
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.35 apresenta a evolução das operações de crédito do Banco do Brasil entre 2003 e 2010. Destaca-se, nesse movimento, a forte elevação das carteiras de empréstimos e de financiamento rural e agroindustrial, evidenciando a retomada do crescimento econômico e do papel importante do Banco do Brasil como fonte de operações de crédito livre e direcionado, simultaneamente.

Dentro desse período, é importante esclarecer que nos anos que antecederam a crise financeira de 2008, o crescimento do crédito se deu em uma taxa menor do que observado nos bancos privados - no caso das operações de crédito livre. No momento da crise e nos anos subsequentes, por sua vez, destaca-se o importante papel anticíclico do

Banco do Brasil, tanto por intermédio dos empréstimos e financiamentos – crédito livre – quanto por meio do financiamento rural e agroindustrial – crédito direcionado.

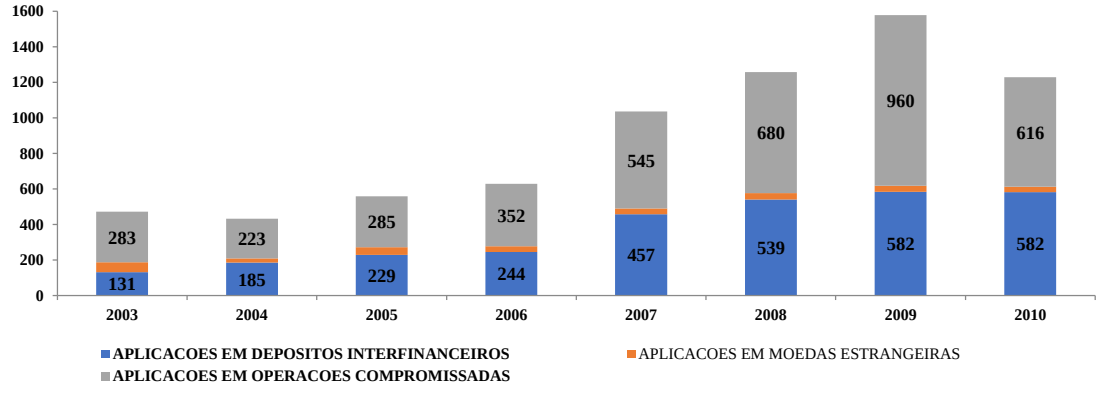
GRÁFICO 3.35
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Ativo - Operações de Crédito (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.36 traz a composição das aplicações interfinanceiras de liquidez do Banco do Brasil entre 2003 e 2010. Nota-se, a partir de 2007, uma forte expansão da aquisição de títulos com compromisso de revenda futuro, bem como uma intensificação da atuação do banco em direção à aplicação de recursos em depósitos interbancários.

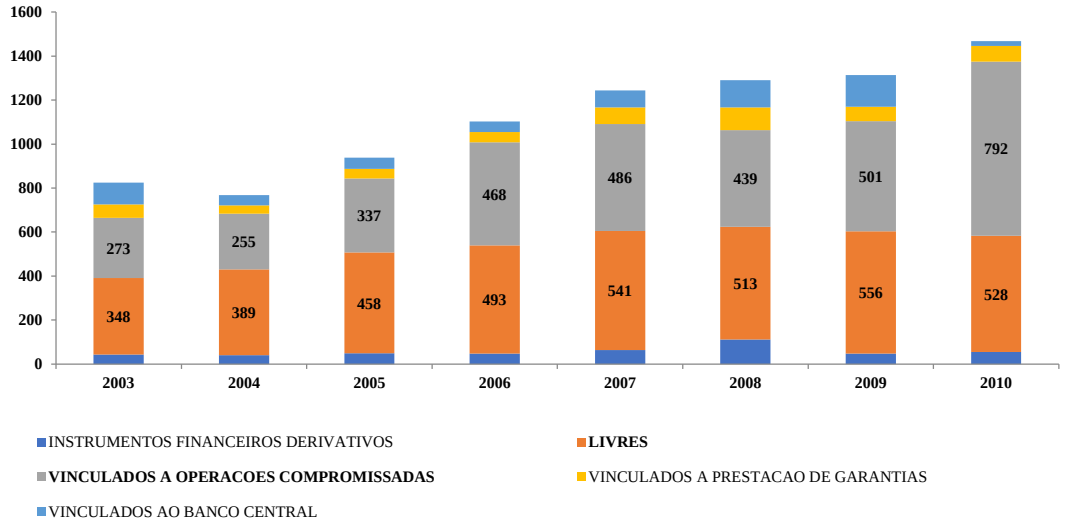
GRÁFICO 3.36
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Ativo – Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.37 descreve as operações do Banco do Brasil associadas a títulos e valores mobiliários. Nota-se, a partir de 2005, uma demanda crescente por esse tipo de aplicação, sendo que a distribuição entre títulos livres ou vinculados a operações compromissadas permaneceu relativamente semelhante.

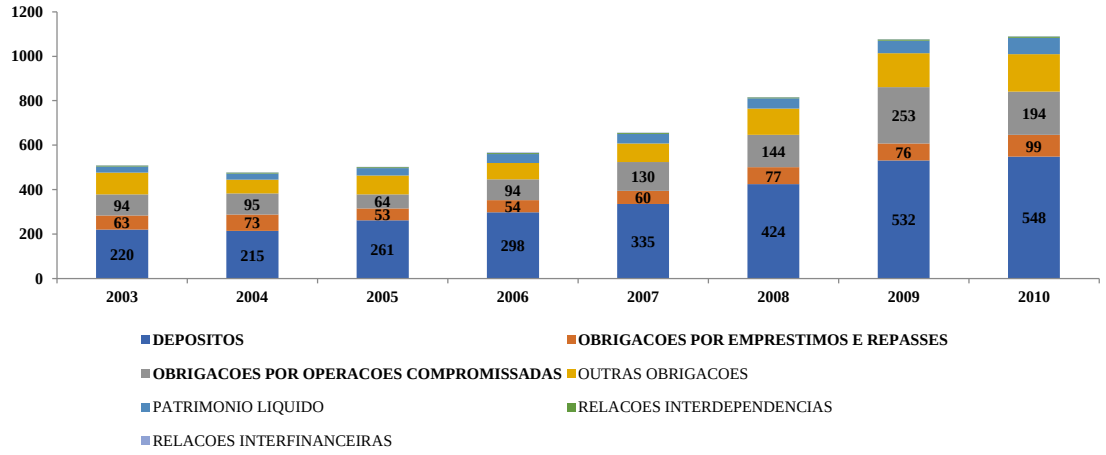
GRÁFICO 3.37
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.38 traz os componentes do passivo do Banco do Brasil entre 2003 e 2010. A partir do ano de 2006, expandiram-se as captações do banco, sobretudo em função do fortalecimento de depósitos e, em um segundo momento, das obrigações por operações compromissadas e, em menor grau, de obrigações por empréstimos e repasses.

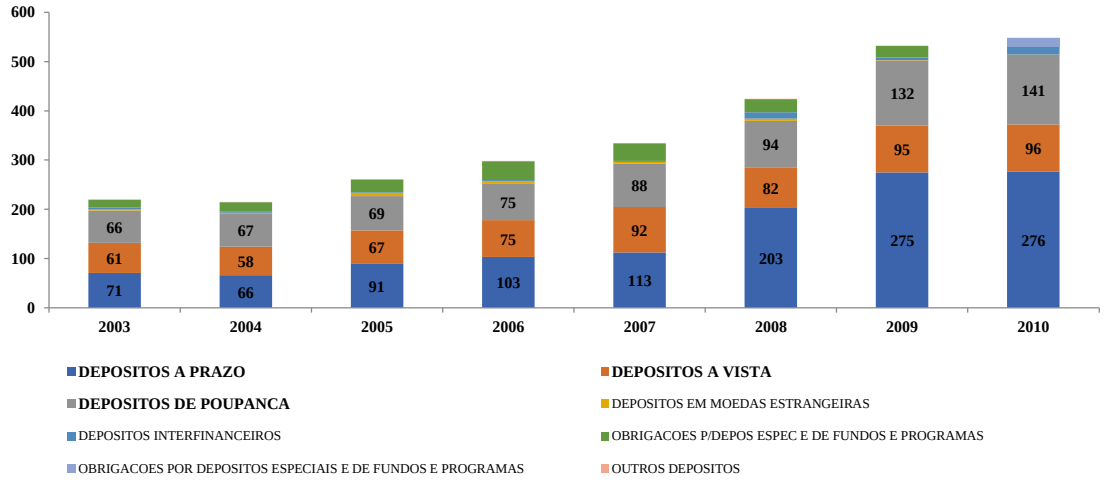
GRÁFICO 3.38
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI[1]



[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outras Obrigações" pois se tratam, em regra, de valores associados à provisões diversas, obrigações fiscais e previdenciárias ou valores atrelados a operações cambiais. Embora nessa conta se encontre recursos oriundos de fundos públicos (por exemplo, o FCO), a participação sobre o total da conta é reduzido.
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.39 traz a composição dos depósitos do Banco do Brasil no período entre 2003 e 2010. Em 2005, os depósitos a prazo já apresentaram uma elevação, intensificada, principalmente, a partir de 2008. Já os recursos captados por intermédio da poupança iniciaram trajetória de crescimento a partir de 2006.

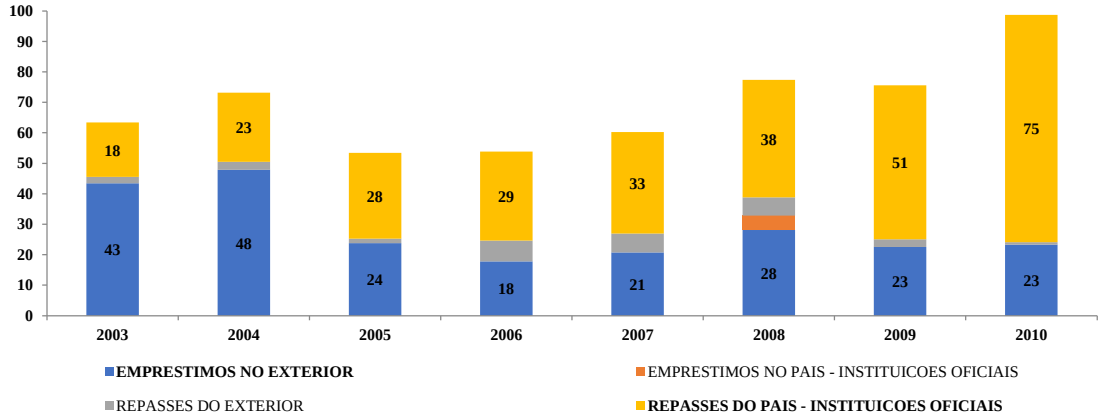
GRÁFICO 3.39
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Depósitos (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.40 traz as obrigações por empréstimos e repasses que compuseram o passivo do Banco do Brasil entre 2003 e 2010. Entre os anos de 2003 e 2004, os recursos oriundos do exterior tiveram participação significativa sobre o montante das obrigações. A partir de 2005, houve um incremento relevante dos repasses de instituições oficiais, principalmente entre 2009 e 2010, por intermédio do BNDES/ FINAME e da caderneta de poupança rural, em menor grau.

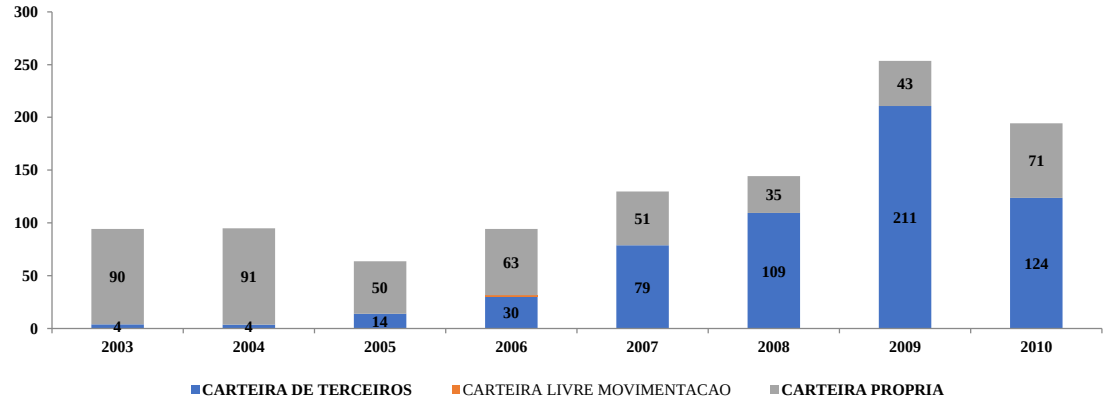
GRÁFICO 3.40
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.41 traz a evolução das obrigações associadas às operações compromissadas entre 2003 e 2010. Nota-se uma forte expansão desse tipo de captação de recursos a partir de 2007, em um movimento que se intensificou nos anos de crise. Isso denota uma postura do Banco do Brasil no sentido de expandir seu balanço por meio da venda de títulos públicos com compromisso posterior de recompra, sobretudo nos anos de crise, elucidando uma atuação em linha com a política de gestão de liquidez por parte do Banco Central.

GRÁFICO 3.41
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Obrigações por Operações Compromissadas (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

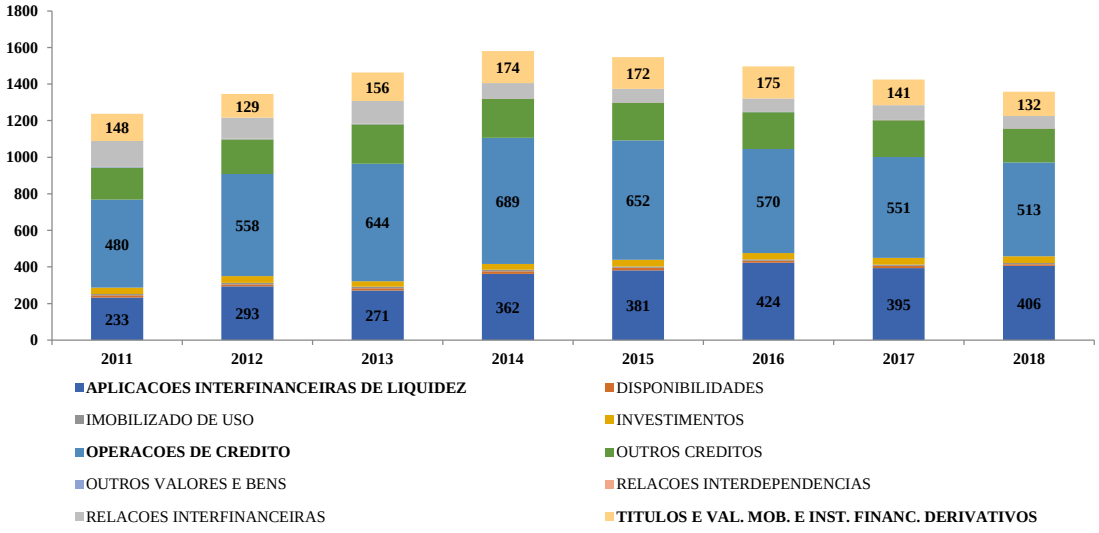
Em resumo, pode-se concluir que no período entre 2003 e 2010, as operações de crédito do Banco do Brasil recuperaram elevados níveis de participação no total de ativos. Esse movimento se deu, em um primeiro momento, em taxas menores do que as vivenciadas pelos bancos privados, quando se observa o movimento na carteira de crédito livre. No entanto, com o advento da crise financeira de 2008, observou-se, Banco do Brasil, um aumento na participação das operações de crédito sobre o ativo, sendo que o crescimento das operações como um instrumento de política anticíclica se mostrou evidente nas operações de crédito livre e nas operações de crédito direcionado. Sobre o passivo, nota-se um aumento expressivo dos depósitos e de obrigações por operações compromissadas – semelhante aos bancos privados – bem como dos empréstimos e repasses oriundos de fontes oficiais, sobretudo no contexto da crise financeira de 2009 – ao contrario do que se deu com os bancos privados, que não apresentaram variações relevantes nessa conta.

3.4.1.4. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BANCO DO BRASIL (2011-2018)

O Gráfico 3.42 mostra a composição dos itens do ativo do Banco do Brasil entre 2011 e 2018. Pode-se observar dois momentos distintos: entre 2011 e 2014, teve-se uma expansão do ativo, sobretudo em função do desempenho das operações de crédito e das aplicações interfinanceiras de liquidez. Os recursos aplicados em títulos e valores

mobiliários, em menor grau, também mantiveram uma participação significativa sobre o ativo. A partir de 2015, a composição das operações do ativo se direcionou para aplicações de maior liquidez, com a consequente retração das operações de crédito que se reduziram entre 2015 e 2018, em um contexto de sistemático crescimento negativo do PIB e de agravamento das condições macroeconômicas, de emprego e de renda da economia brasileira.

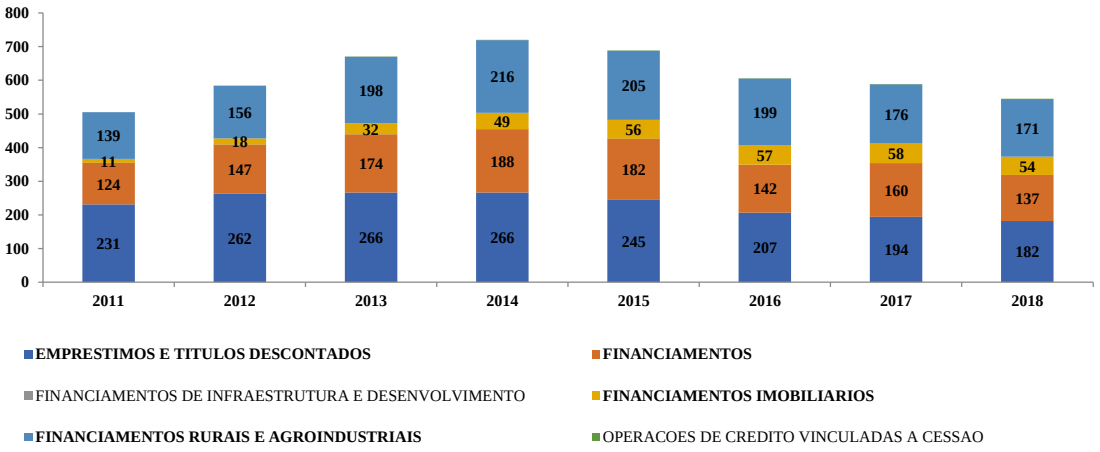
GRÁFICO 3.42
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Ativo (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI[1]



[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outros Créditos" pois se tratam, em regra, de valores associados à créditos tributários, ativo atuarial ou valores atrelados a operações cambiais – não tendo relação direta com a conta "Operações de Crédito", um dos focos da presente tese.
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.43 permite observar que o crescimento da carteira de crédito da instituição na primeira metade da década de 2010 resultou, principalmente, das operações de financiamento rural e agroindustrial, bem como o crescimento das operações de crédito associada aos empréstimos, financiamentos. Ademais, vale acrescentar que a carteira de crédito imobiliário também apresentou um crescimento significativo, ainda que com uma pequena participação relativa sobre o total das operações de crédito. A partir de 2015, a retração das operações de crédito fez com que a participação sobre o ativo, que chegou a representar 57,2% em 2015, chegasse a 51,4% em 2018, invertendo a tendência de expansão observada no período anterior.

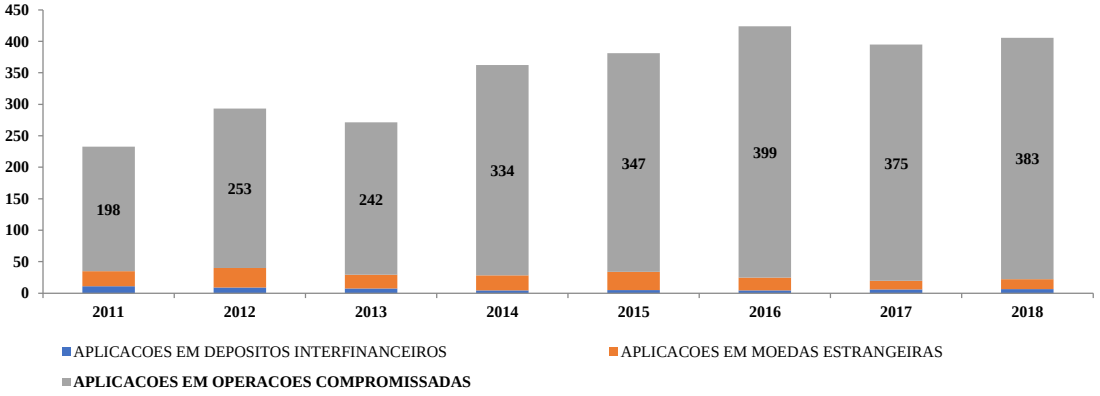
GRÁFICO 3.43
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Ativo - Operações de Crédito (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.44 traz a evolução dos recursos do Banco do Brasil mantidos em aplicações interfinanceiras de liquidez entre 2011 e 2018. Nota-se uma expansão das aplicações que passaram de R$ 232,5 milhões em 2011 – 18,8% do ativo – para R$ 405,7 milhões em 2016 – 29,8% do ativo. Esse movimento demonstra a estratégia de tesouraria do Banco do Brasil em um contexto de forte variabilidade na taxa básica de juros da economia brasileira, sobretudo na segunda metade da década de 2010.

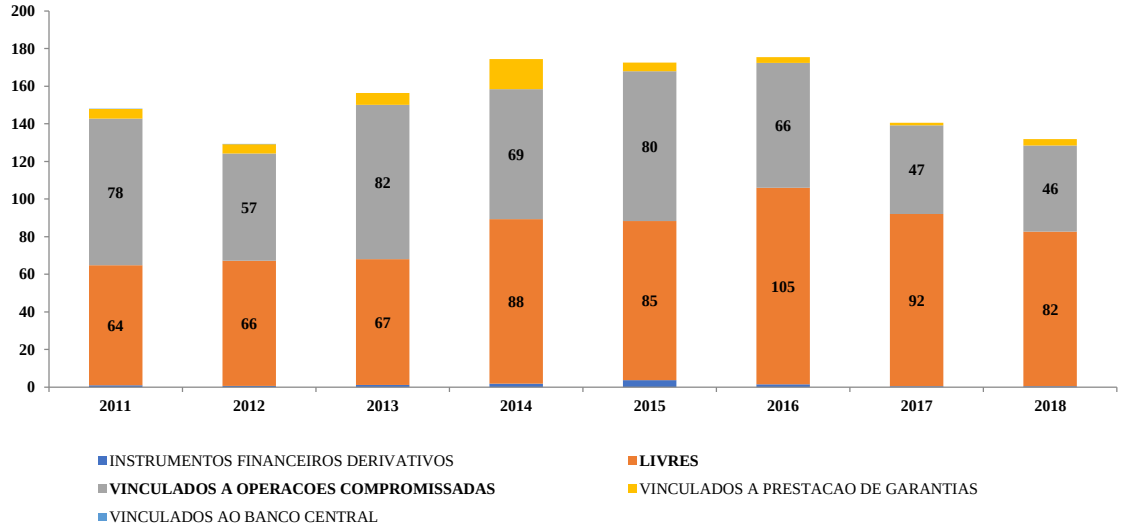
GRÁFICO 3.44
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Ativo - Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.45 traz a composição dos títulos e valores mobiliários do Banco do Brasil entre 2011 e 2018. Esse item manteve uma importante participação no ativo da instituição, embora sem variações relevantes no período. Os títulos livres passaram a aumentar a sua participação no total a partir de 2014, evidenciando uma maior orientação do banco em permanecer com recursos relativamente mais líquidos sem prazo determinado.

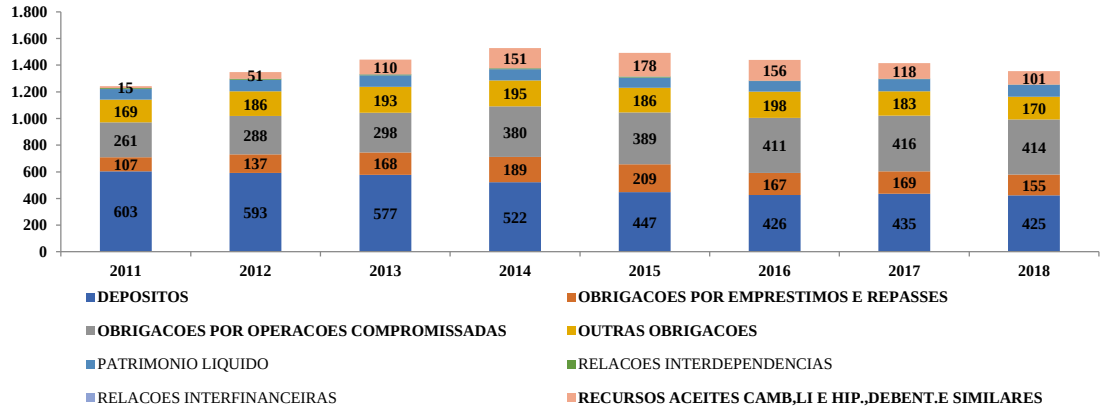
GRÁFICO 3.45
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.46 traz a evolução do passivo do Banco do Brasil entre os anos de 2011 e 2018. Embora tenham se constituído como principal fonte de *funding* para o período analisado, os depósitos passaram a apresentar uma trajetória de queda por todo o período, o que contribuiu para a retração do passivo como um todo. Além disso, observa-se um aumento da participação das obrigações por operações compromissadas. Por fim, ainda que em menor grau, nota-se um aumento da participação das obrigações por empréstimos e repasses, bem como as captações associadas aos recursos de aceites e emissões de títulos.

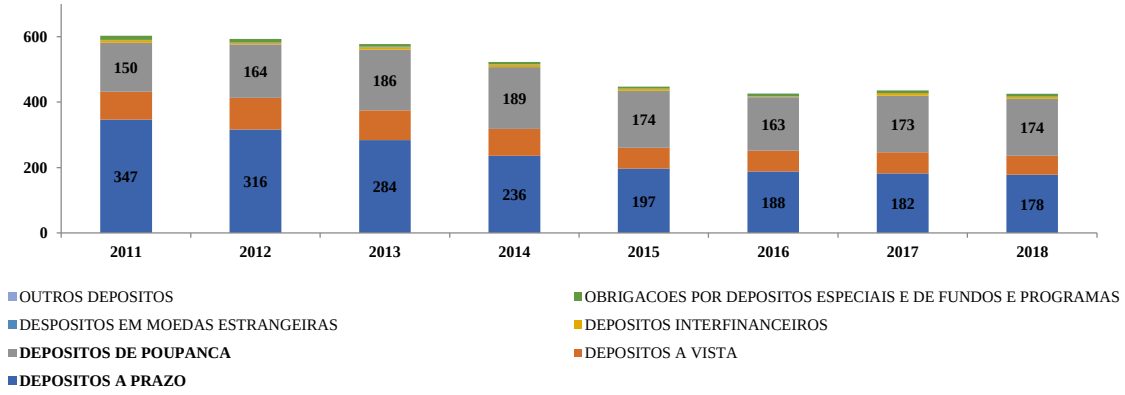
GRÁFICO 3.46
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.47 mostra a composição e evolução dos recursos captados por intermédio de depósitos pelo Banco do Brasil entre 2011 e 2018. Ante a estabilidade do total de depósitos de poupança, nota-se que a retração nos depósitos foi ocasionada pela redução dos depósitos a prazo que, entre 2011 e 2018, tiveram uma queda de 48,55%.

GRÁFICO 3.47
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Depósitos (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI

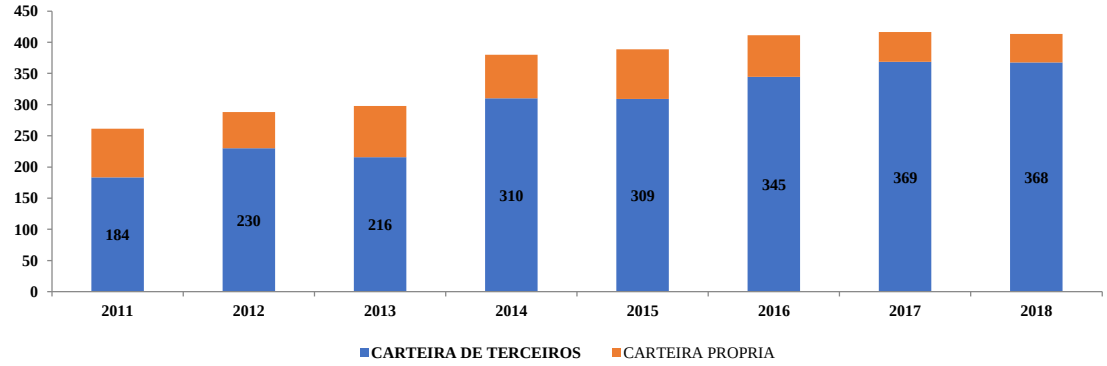


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Os dados do Gráfico 3.48 mostram a composição das obrigações por operações compromissadas do Banco do Brasil entre 2011 e 2018. Juntamente com os depósitos, elas se constituíram como uma das principais fontes de captação da instituição no

período, caracterizados por títulos públicos que foram vendidos com compromisso de recompra posterior por parte do Banco Central. O crescimento observado teve relação direta com operações envolvendo a carteira de terceiros.

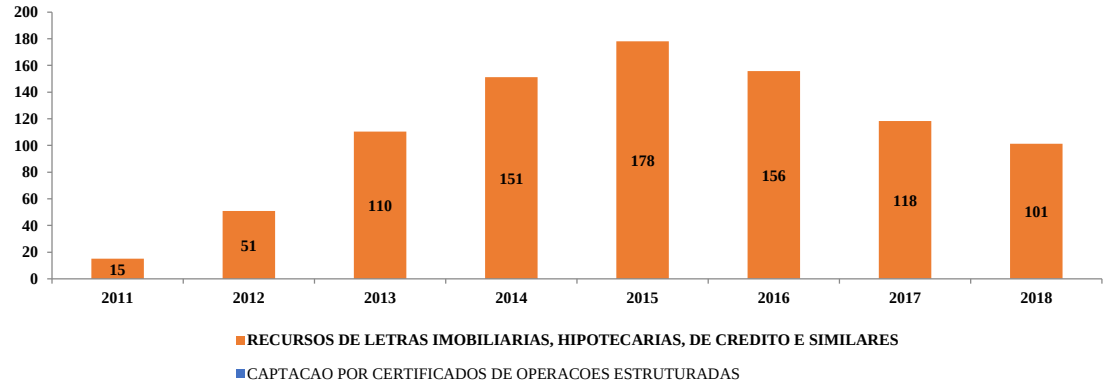
GRÁFICO 3.48
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Obrigações por Operações Compromissadas (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.49 traz a evolução da captação de recursos por intermédio de aceites e emissões de títulos do Banco do Brasil entre 2011 e 2018. Observa-se um aumento significativo entre 2011 e 2015, explicado, principalmente, pelas captações de recursos por meio de letras de crédito do agronegócio (LCA), o que se coaduna com a atuação do banco em termos de agente fundamental na concessão de financiamento voltado ao setor rural.

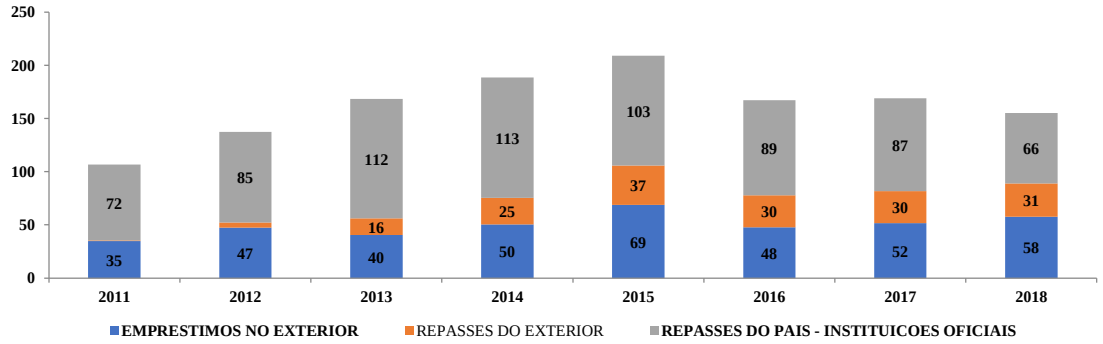
GRÁFICO 3.49
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Recursos de Aceites e Emissões de Títulos (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Os dados do Gráfico 3.50 mostram, em termos da composição das obrigações por empréstimos e repasses do Banco do Brasil, um movimento de expansão de captações que se estendeu até 2014, conduzido por repasses do BNDES/FINAME. Nos anos subsequentes, os empréstimos oriundos do exterior aumentaram sua participação relativa nessa conta.

GRÁFICO 3.50
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI

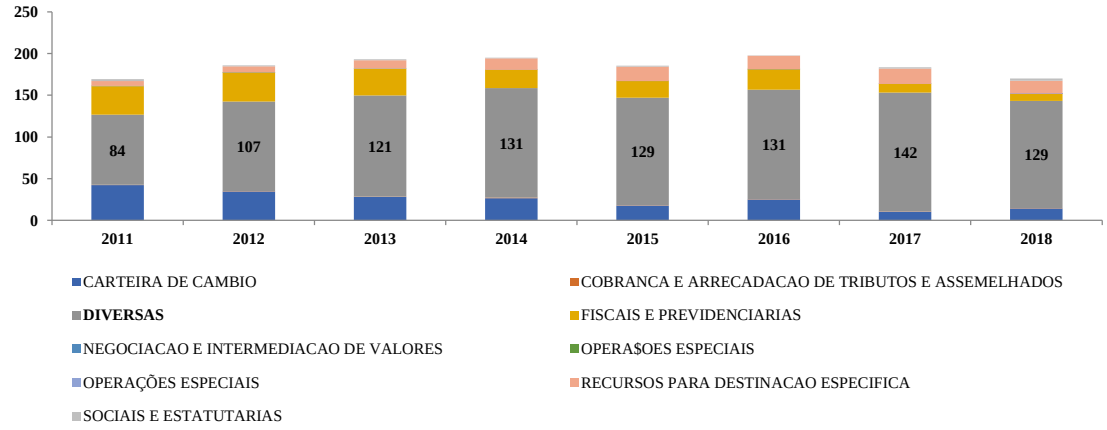


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.51 traz a composição do item Outras Obrigações do passivo do Banco do Brasil entre os anos de 2011 e 2018. Por todo o período analisado, a conta "Diversos" teve o principal desempenho, sendo os seus recursos compostos, basicamente, por dívidas subordinadas e por instrumentos híbridos de capital e dívida. As dívidas subordinadas são compostas por recursos captados junto ao Fundo Constitucional do Centro-Oeste (FCO). Esses recursos se constituem como *funding* para operações de créditos destinadas a atender à demanda regional, ainda que com participação relativamente reduzida no total dessa conta.

Ademais, a conta "Diversos" também é composta por títulos emitidos pelo banco no exterior e por outros tipos de títulos. No caso dos instrumentos híbridos de capital e dívida, foram realizadas emissões de bônus perpétuos com opção de resgate pelo Banco do Brasil.

GRÁFICO 3.51
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – Banco do Brasil
Passivo - Outras Obrigações (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Pode-se concluir que, na década de 2010, o comportamento da carteira de ativos do Banco do Brasil passou por duas etapas: a primeira, até 2014, foi marcada pela expansão da carteira de crédito, sobretudo do segmento direcionado, diferentemente do observado nos bancos privados que, no mesmo período, vivenciaram uma estagnação das operações de crédito. A segunda etapa, a partir de 2015, revelou uma retração das operações de crédito e um aumento da participação de aplicações interfinanceiras de liquidez – movimento semelhante ao que se deu nos bancos privados.

No caso do passivo, nota-se uma redução da participação dos depósitos – sobretudo depósitos a prazo – bem como um aumento de captações por recursos de aceites e emissões de títulos e obrigações por operações compromissadas – de forma análoga ao que se deu com os bancos privados. Em adicional, recursos oriundos do Tesouro Nacional e do BNDES/FINAME, que passaram por aumento significativo até 2014, deixaram de ocupar espaço no passivo do banco que, por outro lado, expandiu a participação de recursos oriundos de fontes do exterior.

3.4.2. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BNDES

A presente subseção tem por objetivo entender o comportamento do BNDES por meio da análise da dinâmica de seu balanço patrimonial do BNDES entre 1994 e 2018, como a instituição alocou os recursos em seu ativo, bem como a forma com que foram estruturadas as suas obrigações do lado do passivo.

Para tal, serão realizadas, inicialmente, breves considerações sobre os antecedentes históricos da atuação do BNDES na economia brasileira a partir de meados do século XX até meados da década de 2010. Depois disso, as aplicações de recursos e a estruturação de obrigações do BNDES entre o período de 1994 e 2018 será analisada.

3.4.2.1. BNDES: ANTECEDENTES HISTÓRICOS

Como banco de desenvolvimento, o BNDES, desde sua fundação em 1952, sempre esteve relacionado ao modelo de desenvolvimento seguido pelo Estado brasileiro. Sendo o único fornecedor de financiamento de longo prazo para investimentos industriais da economia do país, o BNDES se constituiu como o principal agente financeiro da economia brasileira. Assim, o papel do banco ao longo da história econômica brasileira variou de acordo com as mudanças no papel do Estado na economia, expressando as diferentes de visões de desenvolvimento para cada governo ao longo do tempo (FERREIRA E ROSA, 2016).

Desde sua a criação até meados da década de 1960, o banco atuou fortemente no financiamento da infraestrutura e indústrias básicas, apoiando, sobretudo, os setores de energia elétrica, transporte e de siderurgia. Assim, a atuação do BNDES caracterizou-se fundamentalmente pelo financiamento do setor público na implantação da infraestrutura e indústria siderúrgica (CURRALERO, 1998).

Inicialmente, definiu-se que a origem dos recursos para financiar a atuação do BNDES no financiamento de longo prazo da economia nacional seria o adicional sobre o imposto de renda. Em vigor desde o ano anterior ao da fundação da instituição, o adicional sobre o imposto de renda tinha a finalidade de constituir um fundo para financiar projetos de reaparelhamento industrial e de infraestrutura, denominado Fundo do Reaparelhamento Econômico. A partir de 1965, o BNDES passou a receber diretamente 20% do imposto de renda arrecadado, previsto anualmente no Orçamento da União, como recursos destinados ao fundo (PROCHNIK E MACHADO, 2008).

No âmbito das reformas financeiras realizadas pelo governo nos anos 1960, Curralero (1998) observa que havia indícios de que a intenção inicial era a redução da inserção do BNDES no financiamento da industrialização brasileira. No entanto, em função da força política do BNDES, foram alterados os planos iniciais para o banco, sendo que, como resultado final, o BNDES passou a integrar as comissões consultivas, bancária, de mercado de capitais e de crédito industrial junto ao Conselho Monetário

Nacional. Além disso, o BNDES ficou reconhecido como principal instrumento de execução da política de investimentos do governo federal.

De forma complementar, nas décadas de 1950 e 1960, também ingressaram recursos em caráter transitório, vinculados a setores e/ou objetivos específicos, em montantes expressivos, sobretudo a partir de 1955. Nesse grupo, encontrava-se o Fundo Federal de Eletrificação, cujos recursos originavam-se do imposto único incidente sobre o consumo de energia elétrica e destinavam-se ao financiamento da produção, transmissão e distribuição de energia elétrica pela União, Estados e Municípios. Outras fontes de recursos vinculadas criadas nessa época foram o Fundo da Marinha Mercante[56] e o Fundo Portuário Nacional, para financiar a aquisição de equipamentos de dragagem.

A partir de 1965, iniciou-se um redirecionamento de atuação do BNDES, que se tornou mais voltada ao financiamento de projetos do setor privado. Uma das explicações para esse fato reside na recuperação da capacidade de autofinanciamento das empresas estatais logo após o PAEG. Além disso, após 1964, as ações governamentais passaram eram permeadas por um discurso "privatista", justificando um maior apoio financeiro ao setor privado (CURRALERO, 1998).

O período que se estendeu entre 1967 e 1973 caracterizou-se pela irregularidade no fluxo de ingresso de recursos ao BNDES. Nessa época, além do orçamento fiscal, o banco passou a depender também do orçamento monetário do governo, tornando-se depositário de uma parte da arrecadação do recém-criado Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), canalizado para a formação de reserva monetária aplicada no Banco Central. Os recursos vinculados mostraram-se muito importantes nesse período instável. A principal fonte de recursos foi o FINAME, originalmente criado sob a forma de fundo, constituído, entre outros recursos, de repasses na forma de empréstimos ou doações de entidades nacionais e internacionais e aportes do Tesouro Nacional (PROCHNIK E MACHADO, 2008).

A partir de 1974, o BNDES passou a ter maior previsibilidade sobre o ingresso de recursos para alocação em projetos de longo prazo. Esse fato decorreu da destinação

[56] Criado em 1958, o Fundo da Marinha Mercante tem por finalidade prover recursos para renovação, ampliação e recuperação da frota mercante brasileira, bem como para a construção de navios auxiliares e hidrográficos ou oceanográficos a serem utilizados pela Marinha do Brasil. O fundo é constituído, principalmente, pelo produto da arrecadação do Adicional ao Frete para a Renovação da Marinha Mercante (AFRMM), que consiste em uma alíquota sobre o frete cobrado pelo armador de qualquer embarcação que opere em porto nacional (PROCHNIK E MACHADO, 2008).

das arrecadações do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP) para o financiamento de programas especiais de investimentos no âmbito do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). Com isso, o BNDES tornou-se mais independente das dotações orçamentárias da União, embora os recursos advindos da reserva monetária continuassem expressivos até 1977.

O BNDES, como o principal instrumento financeiro da política industrial do II PND, concedeu largamente créditos subsidiados para o investimento industrial, operando decisivamente para a realização de projetos do setor privado nacional. Nos anos 1970, o BNDES ofereceu crédito subsidiado ao setor privado enquanto as empresas públicas recorriam ao endividamento externo (CURRALERO, 1998).

O aumento verificado nos recursos mobilizados entre 1974 e 1979 deveu-se fundamentalmente ao papel do PIS-PASEP, fundo constituído pelo recolhimento de um percentual da receita bruta das empresas privadas (PIS) e de contribuições do setor público calculadas sobre suas receitas (PASEP). Além do advento dos recursos do PIS-PASEP, principal fonte de recursos do BNDES, houve um aumento dos recursos de origem externa, fazendo com que a média do total de recursos mobilizados pelo BNDES entre 1974 e 1979 tenha sido mais de cinco vezes superior a média do quinquênio anterior (CURRALERO, 1998).

A crise econômica, e em especial a crise do setor público, iniciada ainda em fins da década de 1970, afetou consideravelmente a atuação do BNDES, que procurou se adequar à nova realidade econômica. O contexto de crise, caracterizado pela predominância de políticas de ajuste de curto prazo, reduziu consideravelmente o espaço das políticas desenvolvimentistas, presentes desde a fundação do banco até o final dos anos 1970 (CURRALERO, 1998).

A partir da década de 1980, o BNDES passou a desembolsar recursos com vistas ao saneamento de empresas públicas e privadas. Em muitos casos, essas ações saneadoras levaram à estatização de empresas, que passaram para o controle da BNDESPAR. Na segunda metade da década, o BNDES privatizou estas empresas, com vistas ao saneamento da instituição. Devido à inexistência de uma política industrial que orientasse sua atuação, o BNDES foi perdendo progressivamente o critério de prioridade setorial para a seleção dos projetos aprovados. Como resultado, Curralero (1998) descreve uma crescente descaracterização do banco como instituição de fomento, principalmente a partir da segunda metade da década de 1980.

Nesse novo contexto de crise econômica, em que os espaços para uma política de desenvolvimento estavam extremamente limitados, o BNDES atuou em três direções principais: a) apoiou a finalização de projetos do II PND, em um esforço de substituição de importações segundo a lógica da antiga estratégia desenvolvimentista; b) contribuiu para a geração de superávits comerciais também através da concessão de crédito a diferentes setores exportadores e, c) atuou no processo de ajuste dos setores público e privado por meio de seus programas de saneamento e de fortalecimento financeiro (CURRALERO, 1998).

Considerando-se a grave crise do setor público nos anos 1980, era de se esperar que o BNDES, como parte do aparelho estatal, também tivesse passado por dificuldades financeiras. Entretanto, a crise financeira que atingiu praticamente todo o setor público, não afetou a capacidade de mobilização de recursos do banco. O BNDES manteve um *funding* de custo relativamente baixo, não sendo este o fator de restrição a uma atuação de fomento ao desenvolvimento. Do lado da demanda, por sua vez, não se observou um crescimento de mesma magnitude do ocorrido com a oferta, compreensível à luz da crise econômica que restringiu o investimento (CURRALERO, 1998).

Cabe acrescentar que, do ponto de vista do desembolso de recursos por parte do BNDES, faz-se fundamental caracterizar dois momentos distintos vividos pela instituição: enquanto a primeira metade da década de 1980 foi marcada por políticas de ajuste externo, o segundo período pode ser caracterizado pelo predomínio dos planos de estabilização e um fortalecimento do discurso "privatizante" (CURRALERO, 1998).

O Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND) foi criado em 1986 com a finalidade de prover recursos para a realização de investimentos necessários à promoção do desenvolvimento nacional, estendendo o apoio à iniciativa privada para a ampliação de suas atividades econômicas. Inicialmente, o patrimônio do FND foi constituído de ações de empresas controladas pela União que, conforme determinado em decreto-lei, permutaram parte de suas ações por cotas do fundo. Outra parte dos recursos captados originou-se do lançamento de Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND), que constituíam títulos de longo prazo, compulsoriamente adquiridos por entidades de previdência privada mantidas por órgãos da União. A partir desse aporte inicial, os ingressos no fundo passaram a ser decorrentes dos rendimentos dos financiamentos realizados e , em menor escala, dos dividendos da carteira de ações e de aplicações financeiras (PROCHNIK E MACHADO, 2008).

O BNDES também apresenta *funding* associado aos recursos originados tanto da venda de ações da carteira de renda variável da BNDESPAR, subsidiária do BNDES, quanto do recebimento de dividendos, juros e cotas de fundos de investimentos. Constituída em 1982, a BNDESPAR é responsável pela administração dos ativos de renda variável do Sistema BNDES, constituídos por ações adquiridas ao longo de anos em apoio ao investimento das empresas por meio da participação em seu capital em caráter minoritário e transitório (PROCHNIK E MACHADO, 2008).

A estabilidade no volume de fontes de financiamento do BNDES se consolidou com a Constituição Federal de 1988, que dispôs sobre a destinação ao BNDES de, no mínimo, 40% da arrecadação das contribuições para o PIS e o PASEP para aplicação em projetos de desenvolvimento econômico. Além disso, observou-se, a partir do início da década de 1980, o destaque crescente dos retornos do BNDES como principal fonte financiadora de seus desembolsos (PROCHNIK E MACHADO, 2008).

Nos anos 1990, o governo adotou políticas no sentido de reordenar o papel do Estado e garantir uma nova inserção internacional da economia brasileira, por meio da extinção de uma série de agências governamentais federais, estímulo ao programa de privatização e início da desregulamentação dos mercados, liberalização da taxa de câmbio e abertura da economia à competição externa. Essas políticas procuraram enfatizar as forças do mercado no processo de modernização da economia, na tentativa de moldar um novo modelo econômico para o país.

Assim, o BNDES passou por profundas mudanças, associadas à emergência de uma "nova estratégia de desenvolvimento". A redefinição do seu papel começou quando se tornou a instituição gestora do Plano Nacional de Desestatização (PND), elemento central da redefinição do papel do Estado e um dos pilares do novo modelo de desenvolvimento, ao lado da abertura econômica e da estabilização (PRATES, CINTRA E FREITAS, 2000).

Dentro desse novo modelo econômico, o BNDES passou a priorizar o critério de rentabilidade na concessão dos financiamentos, desaparecendo o seu papel estratégico de gestor de políticas seletivas de crédito vinculadas aos planos de desenvolvimento. Dentro dessa nova lógica, alteraram-se as orientações estratégicas tanto para a captação quanto para a aplicação de recursos. O BNDES deveria assim: a) procurar, de forma progressiva, maior participação de recursos privados na composição do *funding* dos empreendimentos a serem apoiados; b) buscar maior eficácia na administração dos recursos, visando a um maior grau de alavancagem e de rentabilidade dos recursos

próprios, na forma de compatibilização das políticas de captação e aplicação, subordinadas à orientação estratégica formulada pela Alta Administração (BNDES, 199l).

Na década de 1990, no âmbito das diretrizes do governo em termos da expansão de privatizações, houve uma intensificação do processo de desnacionalização produtiva da economia nacional. Após 1994, flexibilizaram-se os critérios e padrões operacionais do BNDES, o que permitiu expansão de setores passíveis de financiamento, como comerciais e de serviços, infraestrutura e concessões de serviço público. Além disso, alterações promovidas na Constituição Federal eliminaram a distinção entre o capital nacional e o capital estrangeiro, igualando suas condições de acesso às agências oficiais de crédito bem como aos incentivos e subsídios do governo (FERREIRA E ROSA, 2016).

Prates *et. al.* (2009) apontam que o acesso das empresas nacionais aos recursos financiados pelo BNDES passou a ser prejudicado em relação às empresas multinacionais em função de um processo de intensificação da lógica privada - em vez de uma lógica desenvolvimentista - na análise de crédito na avaliação do financiamento do BNDES. Ao observar os desembolsos do banco por setor de atividade, Prates *et. al.* (2009) mostram que, no período entre 1997 e 1998, no âmbito do financiamento direcionado aos processos de privatizações, os recursos se concentraram nos setores de comércio e serviços – distante do papel histórico do BNDES associada ao financiamento de longo prazo da economia.

Ao final dos anos 1990, em meio ao processo de crise cambial que afetou vários países emergentes e, no caso do Brasil, ocasionando na alteração do regime de câmbio fixo para flutuante, observou-se um forte aumento da demanda por crédito por parte dos segmentos econômicos ligados à exportação. Assim, o BNDES migrou da condição de “Banco de Desestatização” para "Banco de Exportação": os desembolsos para exportação duplicaram entre 2001 e 2002, e explicam tanto a elevação do total de desembolsos quanto o aumento da participação dos desembolsos do BNDES na indústria de transformação (FERREIRA E ROSA, 2016).

A partir do início dos anos 2000, a trajetória do BNDES voltou a se aproximar de um padrão pró-desenvolvimento. No âmbito do Governo Federal, foram anunciadas novas prioridades: estímulo à infraestrutura, inovação para micro e pequenas empresas e internacionalização das empresas brasileiras. Ainda além, uma série de planos com

ações de política industrial e tecnológica foram lançados nos anos subsequentes (FERREIRA E ROSA, 2016).

Em 2004, foi criada a Política Industrial, de Tecnologia e de Comércio Exterior pelo Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio. Posteriormente, foi lançada a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) - de 2008 a 2010 - e o Plano de Ação para Ciência, Tecnologia e Inovação para o Desenvolvimento (PACTI) - 2007 a 2010. Em adicional, foi lançado em 2007, o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), um amplo programa de ações públicas e privadas, contemplando investimentos em infraestrutura, da ordem de R$ 500 bilhões no período entre 2007 e 2010. Em 2010, o PAC 2 foi anunciado, prevendo investimentos de R$ 1 trilhão até 2014, dois terços dos quais estão no setor de energia.

Nesse sentido, vale mencionar o papel de destaque desempenhado pelo BNDES no âmbito do PAC ao financiar empreendimentos voltados para a infraestrutura e ao diminuir os spreads básicos das linhas de financiamento para os setores considerados estratégicos para o crescimento, tais como energia elétrica, logística e desenvolvimento urbano (MORA, 2015).

O BNDES teve um papel decisivo tanto na elaboração de planos quanto no fornecimento de apoio a empresas do setor privado em todas as áreas. O próprio BNDES implementou, em 2009, o Programa de Sustentação ao Investimento (PSI). Deve-se considerar que os recursos do PSI destinavam-se principalmente a micro, pequenas e médias empresas. Ainda além, foi criado o Cartão BNDES como um instrumento adicional de concessão de recursos para o fortalecimento de micro e pequenas empresas.

Com o advento dos efeitos da crise financeira mundial em 2009, a estratégia do governo federal foi estruturada tendo como parâmetros a gravidade da crise e as repercussões sobre o sistema financeiro e sobre o lado real da economia. O BNDES, neste cenário, atuou não somente por intermédio de suas linhas de crédito, mas também articulando a coordenação dos agentes econômicos para minimizar os efeitos da crise sobre a economia brasileira. Assim, foi realizado, no início de 2009, um primeiro empréstimo do Tesouro Nacional de R$ 100 bilhões para o BNDES, com a finalidade de capitalizá-lo para fazer face à necessidade de recursos por parte de empresas de diferentes portes. A ação do BNDES não se restringiu às suas linhas tradicionais de financiamento, expandindo sua área de atuação oferecendo, inclusive, financiamento de capital de giro (MORA, 2015).

Almeida (2011) observa que, no caso do BNDES, suas operações de crédito já vinham aumentando de forma acelerada antes da crise em função do *boom* de investimentos em grandes projetos que, após uma ausência de mais de três décadas, voltou a se apresentar na economia brasileira. Nesse caso, a orientação do governo foi no sentido de não interromper o financiamento das inversões que, de outra forma, não seriam realizadas, dada a retração do crédito externo e doméstico e o refluxo que se observava no mercado brasileiro de capitais. Além disso, o BNDES financiou oportunidades abertas pela crise para aquisições e fusões sob o comando de empresas nacionais, no Brasil e no exterior.

Observou-se, desde meados da década de 2000, uma significativa ampliação do papel do BNDES como agente da política econômica do Governo Federal. Dentro desse processo, em termos de composição de *funding* do BNDES, os recursos do Tesouro Nacional passaram a ocupar papel de destaque dentro dessa estrutura, a partir da década de 2010, por meio de um processo de concessão de empréstimos com o objetivo de aliviar as restrições de crédito das empresas então observadas e operar como fator anticíclico naquele contexto específico.

Se até o ano de 2007, a principal fonte de *funding* do BNDES eram os recursos do FAT, a partir de 2008, o Governo Federal, por meio do Tesouro Nacional, iniciou um processo de aporte de recursos no BNDES para empréstimos e repasses, que se estendeu até 2014. Em termos nominais, os aportes somaram R$ 416 bilhões, sendo mais expressivos em 2009 e 2010, quando os valores alcançaram, respectivamente, R$ 105 bilhões e R$ 82 bilhões. O estoque de dívida do BNDES com a União chegou a atingir mais de R$ 462 bilhões, no fim de 2015 (TINOCO *et. al.*, 2018).

Uma das razões que determinaram o início do processo de aporte de recursos no BNDES foi o enfraquecimento do FAT como fonte de financiamento relevante nos anos que o precederam. A política de aumento da capacidade de financiamento do BNDES, contudo, não se deveu somente à dinâmica menos favorável do FAT. A conjuntura da época, marcada pelo início da grave crise financeira internacional, que rapidamente se alastrou pelo mundo em 2008 e 2009, também teve papel fundamental para que o Tesouro Nacional realizasse aporte de recursos ao BNDES, com o objetivo de promover uma política econômica anticíclica naquele período.

Nos anos que se seguiram, até 2014, o Tesouro Nacional seguiu realizando os empréstimos ao BNDES. Os recursos foram utilizados para apoiar diferentes programas do Governo Federal, com destaque para o PSI. Além do comportamento dos

desembolsos, a evolução do ativo do BNDES foi outro indicador que exemplificou a elevação da importância do BNDES no período (TINOCO *et. al.*, 2018).

A partir de 2015, iniciou-se a discussão sobre uma eventual antecipação de pagamento de dívidas do BNDES ao Tesouro Nacional, com o objetivo de melhorar os indicadores de dívida pública. Dessa maneira, as primeiras devoluções ocorreram no fim de 2015 e totalizaram R$ 15,8 bilhões. Em 2016, o volume de devolução foi bem mais elevado, de R$ 100 bilhões. Em 2017, o volume de devoluções foi de R$ 50 bilhões, fazendo com que a dívida total do BNDES com o Tesouro Nacional fosse de R$ 380 bilhões no final do ano. Até aquele momento, o valor total devolvido já atingia R$ 179 bilhões, o que levou a redução da dívida bruta do governo geral (TINOCO *et. al.*, 2018).

É importante notar que, ao objetivo do Tesouro Nacional de contar com a antecipação dos recursos, juntou-se o impacto do contexto econômico nas atividades do banco, favorecendo o processo de devoluções. Reflexo da crise, a queda na demanda pelos recursos do BNDES fez com que os desembolsos tivessem forte recuo, deixando um elevado volume de recursos disponíveis no caixa da instituição.

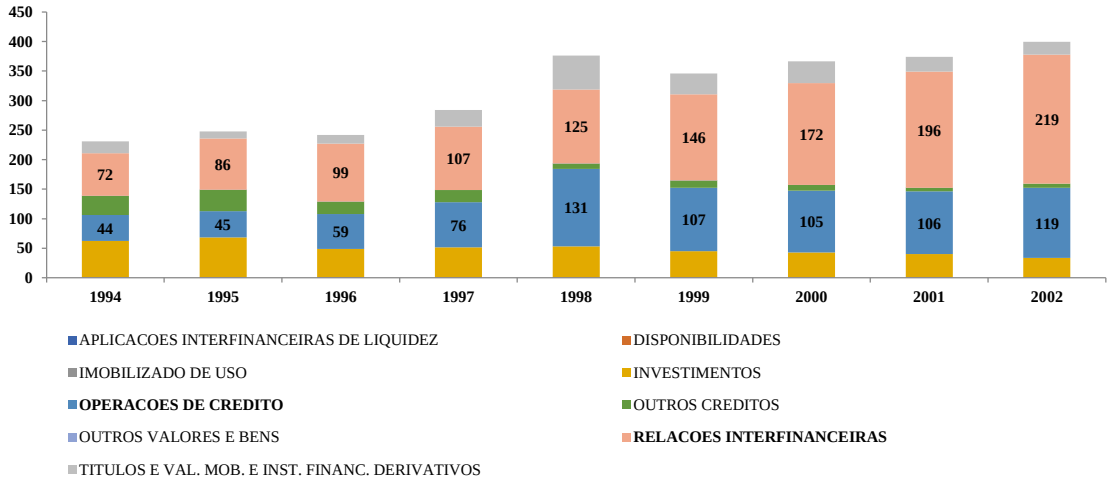
Destaca-se, de modo geral, que, a partir de 2016, houve uma clara mudança na estratégia do BNDES do ponto de vista institucional, em linha com as diretrizes de política econômica que passaram a ser implementadas pelo governo à época. À vista disso, o BNDES, que entre o início da década de 2000 e meados da década de 2010, tinha retomado uma atuação pró-desenvolvimento, iniciou uma trajetória de redução de sua participação no financiamento da economia, o que se coaduna com a postura do governo em atuar no sentido de antecipar os recursos que foram fundamentais na constituição do *funding* do banco na década de 2010.

3.4.2.2. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BNDES (1994-2002)

O Gráfico 3.42 traz a composição dos itens do ativo do BNDES entre 1994 e 2002. Pode-se observar, entre 1994 e 1997, uma relativa estabilidade das contas, sendo as relações interfinanceiras – operações indiretas de crédito, em que recursos são repassados do BNDES para instituições financeiras - o principal item do ativo. Em 1998, observa-se a expansão do ativo conduzida, principalmente, pelo crescimento das operações de crédito realizadas diretamente pelo BNDES, em um contexto de desestatização da economia e de financiamento de empresas e consórcios privados na

aquisição de empresas estatais privatizadas ou na concessão de serviços públicos. A partir de 1999 novamente se observa uma estabilidade nos itens do passivo.

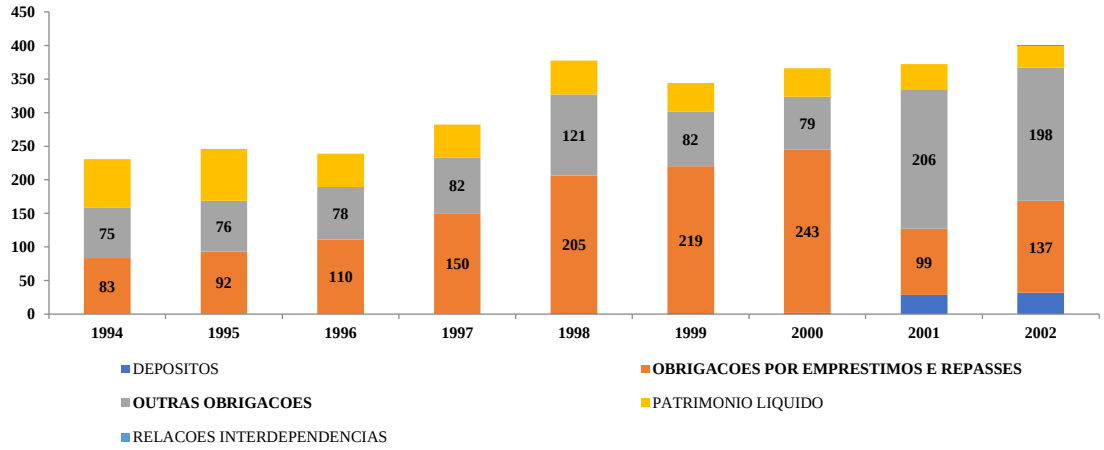
GRÁFICO 3.52
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Ativo (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.53 traz a composição dos itens do passivo do BNDES entre 1994 e 2002. Pode-se observar, de forma análoga ao que se demonstrou no ativo, que entre 1994 e 1996, houve relativa estabilidade das contas. Para o período observado, constata-se um aumento da participação de obrigações por empréstimos e repasses, bem como uma redução na participação do patrimônio líquido na constituição do *funding* do banco. A partir de 1997, assistiu-se a uma expansão das operações passivas, novamente conduzidas pelo crescimento das obrigações por empréstimos e repasses, bem como de outras obrigações.

GRÁFICO 3.53
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Passivo (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



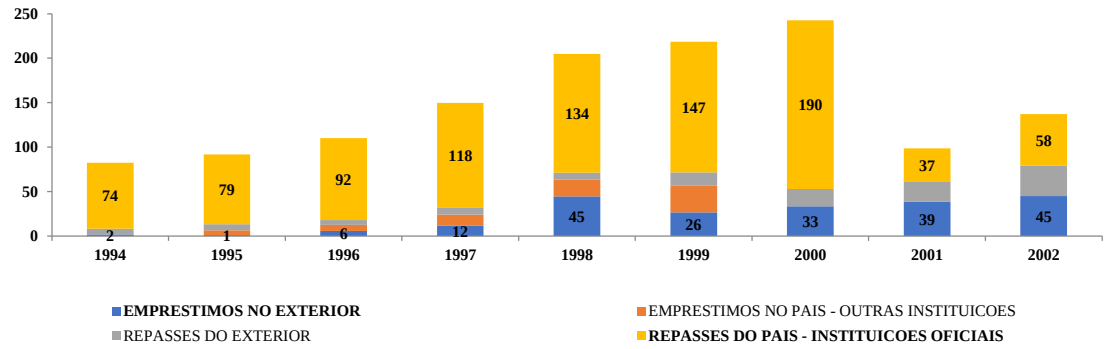
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.54 traz a composição das Obrigações por Empréstimos e Repasses, um dos componentes do passivo do BNDES, entre 1994 e 2002. Pode-se observar a existência de um crescimento contínuo no período observado, com os repasses oriundos do FAT se constituindo como fator decisivo para o aumento do *funding*.

Ainda além, a partir de 1998, empréstimos e repasses de recursos provenientes do exterior também tiveram um aumento de participação. As fontes externas de recursos do BNDES foram constituídas por meio de tradicionais instrumentos de mercado – emissão de bônus – ou junto às instituições multilaterais de crédito e agências governamentais – sobretudo, Banco Mundial e Banco Interamericano de Desenvolvimento.

A quebra observada nos repasses entre 2000 e 2001 se explica em razão dos recursos atrelados ao FAT passarem a ser contabilizados em Outras Obrigações.

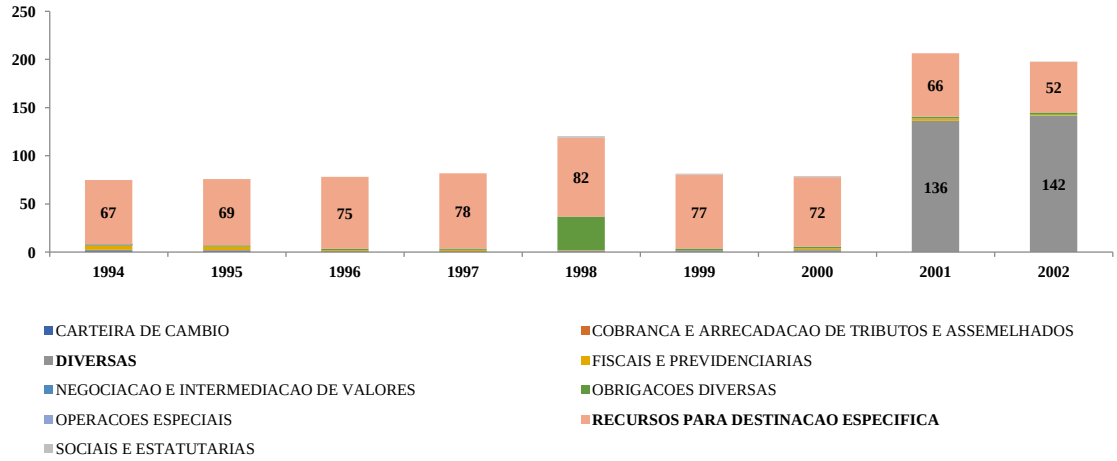
GRÁFICO 3.54
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Do ponto de vista do item Outras Obrigações, o Gráfico 3.55 demonstra que o fluxo de captação permaneceu praticamente constante por todo o período observado, sendo a composição do *funding* formada pelo fundo do PIS-PASEP – estoque de recursos do fundo consolidado até 1988, bem como os rendimentos dessas operações. A partir de 2001, a conta "Diversas" passou a contabilizar os recursos oriundos do FAT.

GRÁFICO 3.55
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Passivo - Outras Obrigações (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Conclui-se, deste modo, que entre 1994 e 2002, o BNDES passou por um processo de expansão do balanço patrimonial, diferentemente do que se deu com o

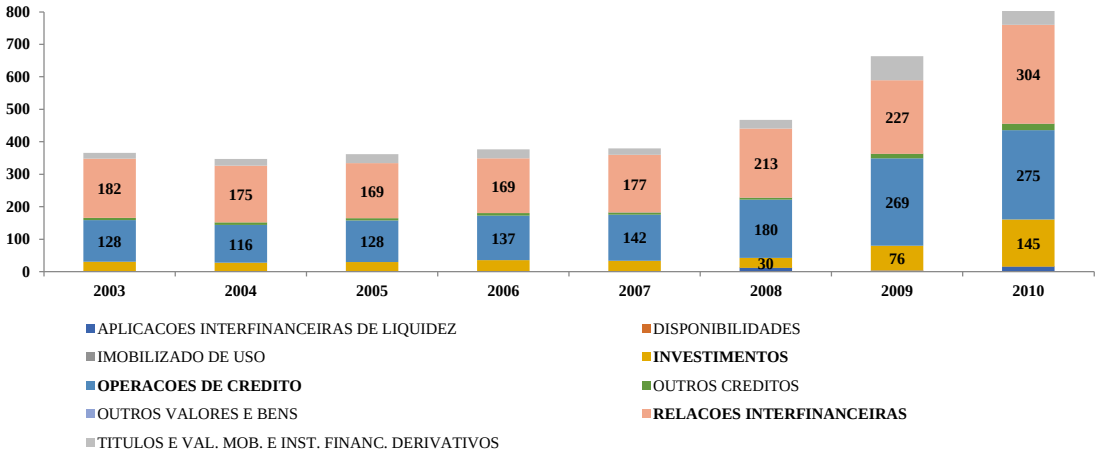
conjunto dos bancos privados, que apresentaram uma estagnação das operações ativas e passivas. Em termos do ativo, esse movimento se concentrou em 1998, com o forte crescimento de operações de crédito voltadas para o processo de desestatização da economia – aquisições de empresas privatizadas e recursos para concessionárias de serviços públicos. Do ponto de vista do passivo, explica-se o desempenho por meio do papel de fontes oficiais de recursos – FAT e PIS-PASEP – e, em menor grau, de fontes externas – predominantes no caso dos bancos privados.

3.4.2.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BNDES (2003-2010)

O Gráfico 3.56 traz a composição dos itens do ativo do BNDES entre 2003 e 2010. Entre 2003 e 2007, não se deram alterações significativas no balanço da instituição, bem como nos itens que compõem as operações ativas.

A partir de 2008, no âmbito da crise financeira mundial e do início do efeito contágio sobre os países emergentes, houve forte expansão dos repasses de crédito para outras instituições financeiras, bem como das operações diretas de crédito, entre 2007 e 2010. Também é importante destacar o crescimento expressivo da conta de Investimentos do BNDES entre 2009 e 2010, por meio da aquisição de ações de empresas. Sendo assim, observa-se que o BNDES atuou tanto por meio da expansão de suas operações de crédito – tanto por via direta quanto por meio da ação dos repasses realizados por outros bancos – quanto na forma de injeção de recursos no setor produtivo, ao capitalizar empresas no Brasil.

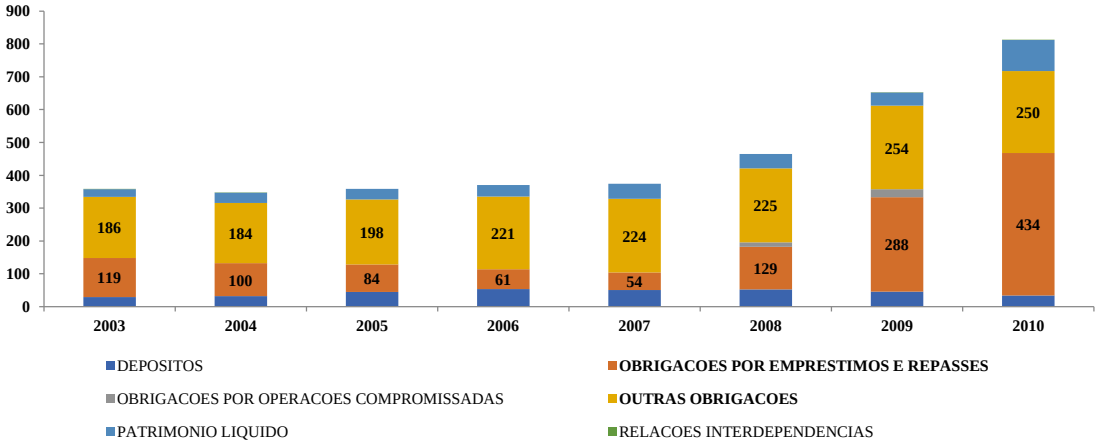
GRÁFICO 3.56
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Ativo (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.57 traz a composição dos itens do passivo do BNDES entre 2003 e 2010. Entre 2003 e 2007, em um contexto de estabilidade do balanço patrimonial, a principal fonte de recursos do BNDES foi a conta Outras Obrigações. Entre 2008 e 2010, há uma forte elevação das Obrigações por Empréstimos e Repasses, que passou a ser a principal fonte de *funding* do BNDES.

GRÁFICO 3.57
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Passivo (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI

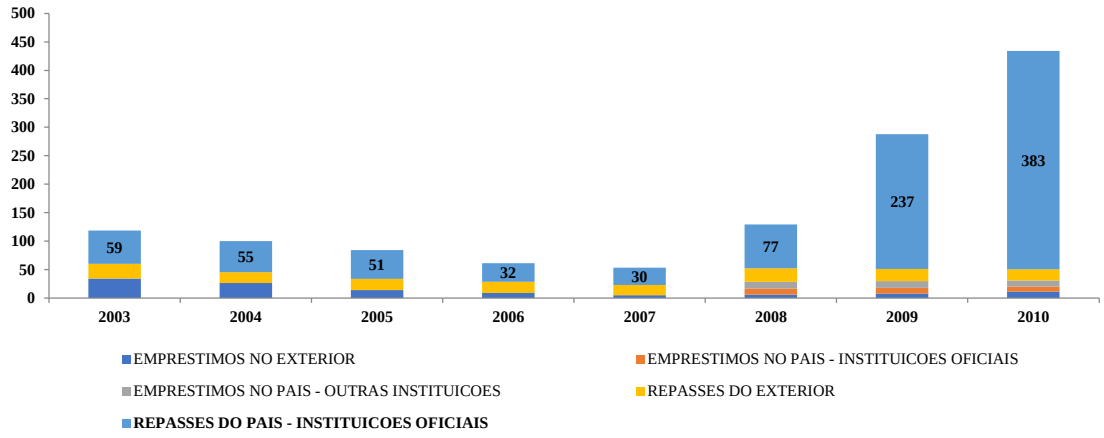


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.58 traz a composição das Obrigações por Empréstimos e Repasses, componente do passivo do BNDES, entre 2003 e 2010. Observa-se que, entre 2003 e 2007, as Obrigações por Empréstimos e Repasses iniciam uma trajetória de queda continuada, explicada pela quitação de dívidas junto ao Tesouro Nacional.

A partir de 2008, iniciou-se uma trajetória de inflexão, com o grande crescimento dos recursos aportados pelo Tesouro Nacional ao BNDES como forma de mobilizar *funding* à instituição, fomentando a expansão da carteira de crédito em um contexto de intensificação dos efeitos deletérios da crise financeira mundial.

GRÁFICO 3.58
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Passivo - Obrigações por Repasses e Empréstimos (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI

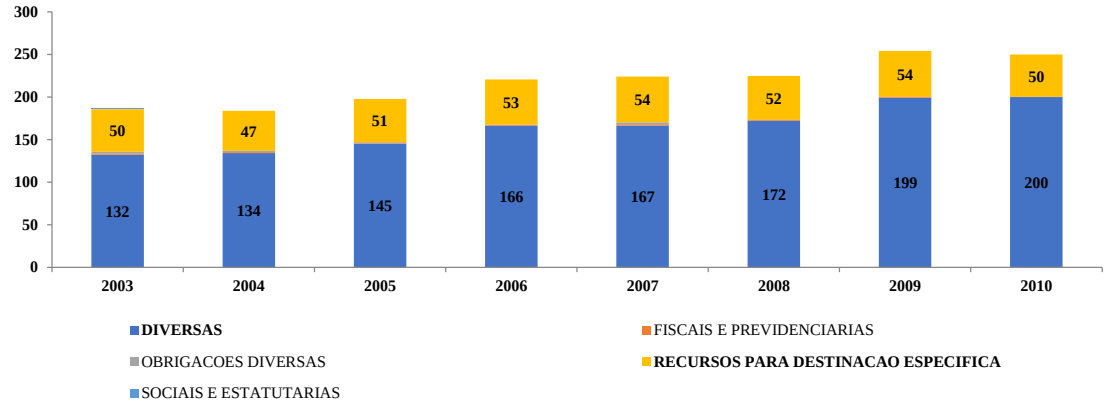


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.59 traz a composição das Outras Obrigações, componente do passivo do BNDES, entre 2003 e 2010. Essas fontes de recursos tiveram uma tendência de aumento ao longo do período observado, constituindo-se como principal fonte de *funding* do BNDES até o ano de 2009.

Enquanto os recursos para destinação específica são formados pelo desempenho das captações de recursos junto ao fundo PIS-PASEP, a conta Diversos agrega vários tipos de recursos: desde 2001, os recursos do FAT passaram a ser classificados como dívida subordinada e saíram da contabilização associada às Obrigações por Empréstimos e Repasses; também ocupam esse item contábil instrumentos híbridos de capital e dívida associados à transferência de ações e dívidas da União junto à Vale.

GRÁFICO 3.59
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Passivo - Outras Obrigações (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Depreende-se da análise do balanço patrimonial do BNDES entre 2003 e 2010 que, até o ano de 2007, variações patrimoniais relevantes não se fizeram presentes. Foi a partir de 2008 que se deram as principais mudanças no balanço do banco. Em que pese a ausência de variações patrimoniais relevantes, é importante salientar que as operações de crédito observadas no período, bem como a mobilização de recursos para repasses às instituições financeiras foram sustentadas por tradicionais fontes de *funding* do banco – recursos do fundo PIS-PASEP e FAT.

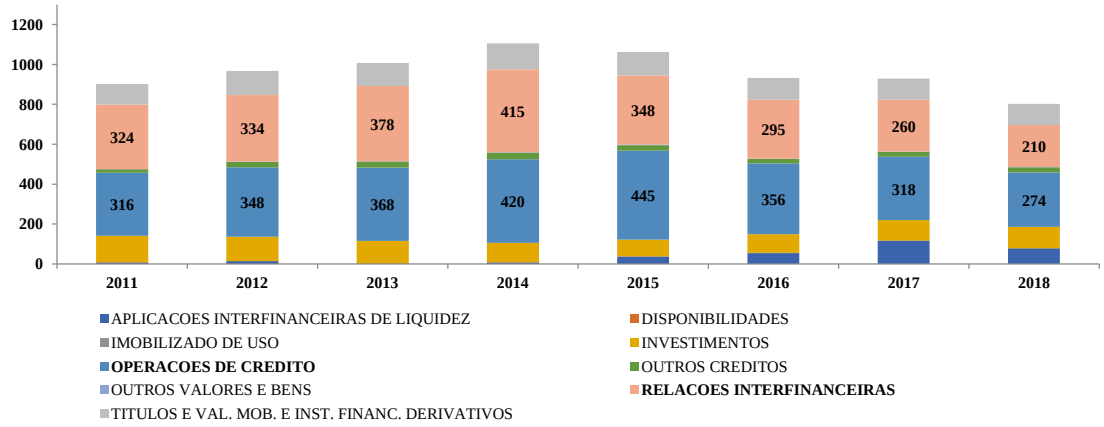
Dentro do contexto da expansão dos efeitos negativos da crise financeira mundial sobre a economia brasileira, a partir de 2008 observou-se uma forte expansão de operações de crédito e de investimentos no lado do ativo e de recursos captados junto ao Tesouro Nacional no lado do passivo – ao passo que os bancos privados, em seu conjunto, retraíram a participação sobre o crédito na economia brasileira. Ou seja, o movimento do BNDES foi fundamental para garantir a manutenção dos níveis de crédito da diante da crise financeira de 2008 e nos anos subsequentes, refletindo sua atuação anticíclica.

3.4.2.4. DINÂMICA PATRIMONIAL DO BNDES (2011-2018)

O Gráfico 3.60 traz a composição e evolução dos principais componentes do ativo do BNDES entre 2011 e 2018. Pode-se observar, do ponto de vista do balanço patrimonial, dois momentos distintos ao longo da década em análise: de 2011 a 2014, a expansão do ativo foi conduzida, principalmente, pelas operações de crédito; já a partir

de 2015, nota-se uma retração do ativo em função da queda dos repasses de recursos financeiros a outros bancos, bem como pela queda nas concessões de crédito do próprio banco.

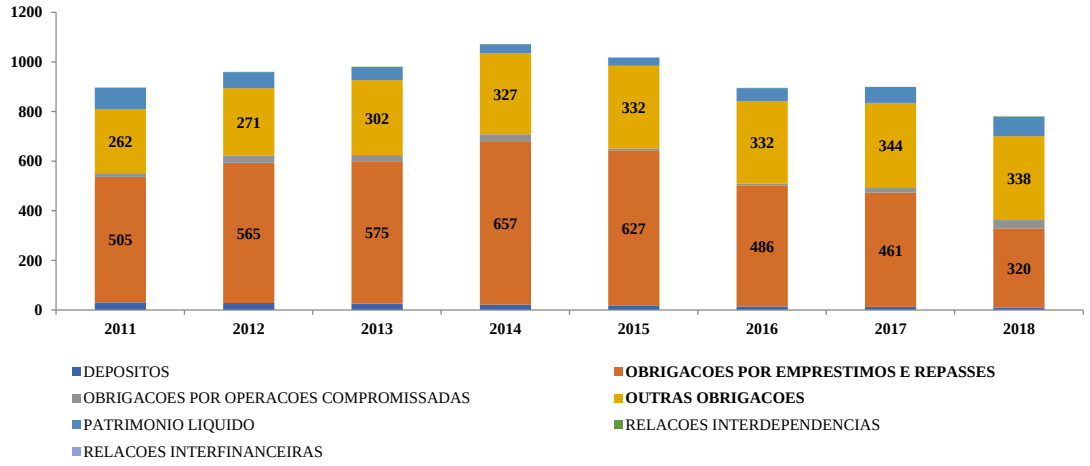
GRÁFICO 3.60
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Ativo (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.61 traz a composição e evolução dos itens do passivo do BNDES entre 2011 e 2018. De forma análoga ao desempenho do ativo, notam-se dois ciclos distintos entre as captações de recursos do banco: de 2011 a 2014, houve uma expansão conduzida, principalmente, pelas Obrigações por Empréstimos e Repasses; já no período posterior, entre 2015 e 2018, teve-se uma forte redução do passivo, explicada pela queda dos recursos oriundos de Obrigações por Empréstimos e Repasses – redução de 48,95% entre 2015 e 2018 – originada pela política do BNDES em conjunto com o governo de devolução de recursos aportados pelo Tesouro Nacional nos anos anteriores.

GRÁFICO 3.61
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Passivo (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI

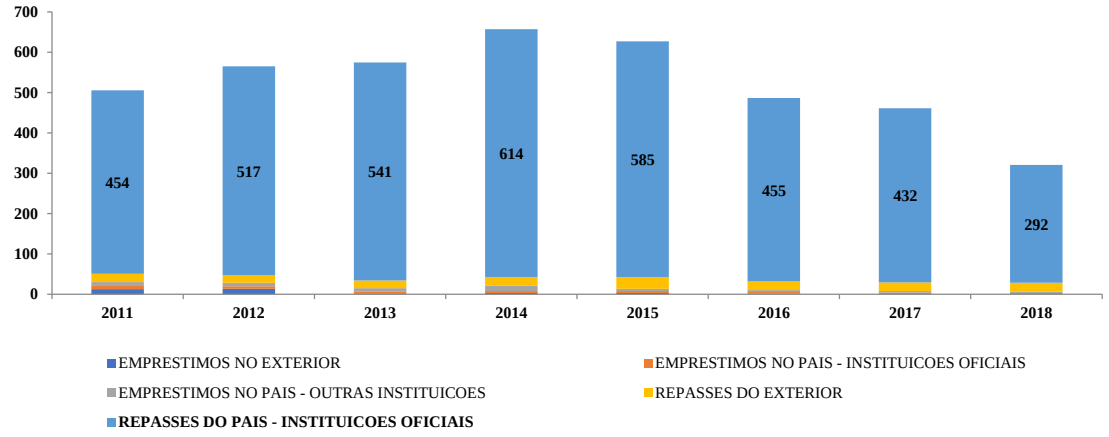


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.62 mostra a composição das Obrigações por Empréstimos e Repasses do BNDES entre 2011 e 2018. Ainda que os recursos oriundos de empréstimos junto ao Tesouro Nacional já contabilizassem R$ 454,0 bilhões, entre 2011 e 2014 identificou-se um aumento de 35,3% nessas captações, alcançando R$ 614,3 bilhões em 2014.

A partir de 2015, em função da reorientação de política do BNDES, pode-se observar um processo de inflexão quando comparado com a trajetória iniciada em 2008, com a postura de se quitar os recursos transferidos ao BNDES pelo Tesouro Nacional, o que explicou a redução da composição do *funding* do banco desde então.

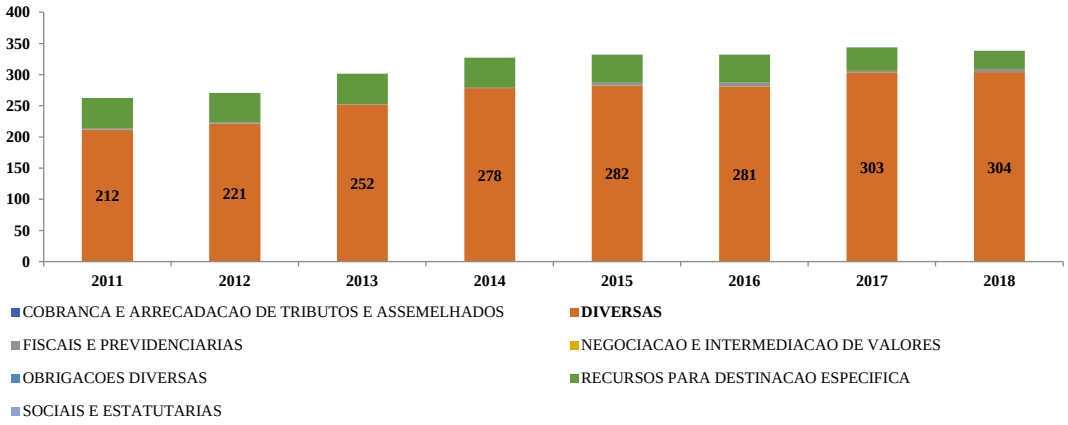
GRÁFICO 3.62
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.63 traz a composição das Outras Obrigações do BNDES entre 2011 e 2018. Embora tenha havido relativa estabilidade por todo o período analisado, é importante salientar que, após as alterações de políticas associadas à captação de recursos junto ao Tesouro Nacional, a conta Outras Obrigações voltou a se constituir como principal fonte de *funding* do BNDES, em função da regularidade dos recursos associados ao FAT, bem como em função de instrumentos de dívidas elegíveis ao capital principal. Os recursos do fundo PIS-PASEP, que nas décadas anteriores tinham desempenho favorável, passaram a ter cada vez menos relevância na década recente quando comparados com o total das fontes de captação do BNDES.

GRÁFICO 3.63
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – BNDES
Passivo - Outras Obrigações (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Do ponto de vista do ativo, o BNDES vivenciou um período de expansão entre 2011 e 2014, conduzido por operações de crédito diretas e indiretas concedidas pelo banco – a revelia do que se deu com os bancos privados que passaram por um processo de estagnação dessas operações. Após o ano de 2015, a trajetória do BNDES foi semelhante ao que se observou nos bancos privados, com a retração das operações de crédito.

Em relação ao passivo, o papel dos empréstimos e repasses oriundos do Tesouro Nacional foi importante, embora esses recursos, a partir de 2015, passaram a ter devolução antecipada pelo próprio banco, em um movimento de reorientação de atuação do banco. Em adicional, o *funding* representado pelo PIS-PASEP e pelo FAT voltaram a ser relevantes no passivo do banco.

3.4.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DA CAIXA

A presente seção tem por objetivo observar a dinâmica do balanço patrimonial da CAIXA entre 1994 e 2018, mostrando como a instituição realizou o processo de alocação de recursos em seu ativo, bem como a forma com que foram estruturadas as suas obrigações do lado do passivo.

Para esse tipo de análise, realizam-se breves considerações sobre os antecedentes históricos da atuação da CAIXA na economia brasileira. Posteriormente, a partir de

dados mais específicos do balanço patrimonial da instituição, analisa-se a dinâmica envolvendo as aplicações de recursos e a estruturação de obrigações da CAIXA entre o período de 1994 e 2018.

3.4.3.1. CAIXA: ANTECEDENTES HISTÓRICOS

A CAIXA foi inaugurada em 1861, impulsionada pela Lei dos Entraves – Lei 1.083/1860 - responsável por reger a política monetária do país à época. Entre as determinações da lei, estava a primeira menção à criação das caixas econômicas. Um dos objetivos da lei era impedir a emissão de títulos e de moeda sem lastro, bem como desincentivar o surto especulativo promovido por bancos particulares por meio da emissão de notas, bilhetes e títulos (SERRANO, 2018).

Apesar de a CAIXA ter assumido o comando das Loterias Federais apenas na década de 1960, a operação teve vínculo direto com a sua criação, tendo em vista que a primeira forma de captação de recursos por parte da instituição foi oriunda de recursos provenientes de imposto cobrado sobre loterias, bem como sobre concessões do governo para entidades religiosas.

O decreto que instituiu a CAIXA também criou o Monte de Socorro da Corte, cujas operações eram contabilizadas na carteira de penhores da CAIXA. Os empréstimos eram tomados com garantia de joias e objetos, com taxas de juros menores, viabilizando o acesso bancário a população mais pobre (SERRANO, 2018).
Ainda além, vale destacar o papel da CAIXA no recebimento pioneiro de depósitos de poupança de escravos, visando à compra de sua alforria, fato este que contribuiu para a percepção do banco como agente promotor de ascensão social (SILVEIRA, VIEIRA E CASTRO, 2013). Fica explícito que um dos fatores preponderantes no processo de criação da CAIXA estava substancialmente relacionado às demandas representadas pelas classes menos privilegiadas, tendo em vista a emergência do atendimento desses setores sociais não considerados e que passaram a clamar, socialmente, por uma atenção especial (SANTOS, 2013).

Novas transformações só seriam observadas com maior grau de profundidade a partir da década de 1930 quando o governo passou a reservar um papel especial para as caixas econômicas, formalmente designadas como agentes públicos estratégicos, inclusive financiando o próprio Estado. Em 1931, iniciou-se a obrigatoriedade do

recolhimento, junto à CAIXA, dos depósitos judiciais, o que lhe propiciou uma fonte de recursos de custo reduzido para o financiamento do investimento (SERRANO, 2018).

Sob o Estado Novo, as caixas econômicas, dotadas de autonomia em vários estados do país, tiveram sua missão inaugural ampliada. Para o atendimento do seu plano de desenvolvimento do país, o novo regime transformou o banco efetivamente em um órgão oficial de crédito popular, um novo regulamento foi criado, assim como o Conselho Superior das Caixas Econômicas – órgão este que deu origem ao processo de unificação das caixas econômicas, concretizado apenas no final dos anos 1960. O novo conselho passou a estabelecer as diretrizes para todas as unidades espalhadas pelo país (COSTA, 2016).

Em meio ao processo de unificação da CAIXA, na década de 1960, houve uma profunda reorganização em sua estrutura, mas os elementos constitucionais de sua origem inicial foram revalidados: vocação popular e garantia do Estado. No âmbito de um cíclo de presença estatal na economia e no setor financeiro nacional, a CAIXA passou a ter atuação estratégica no financiamento habitacional para as classes de menor renda. O banco também passou a operar uma série de fundos e programas: o Programa de Crédito Educativo (PCE); o Programa de Integração Social (PIS) e o Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social (FAS), que trouxeram uma nova dimensão institucional para a organização. Adicionalmente, o FGTS estabeleceu um vínculo direto entre o banco e todos os trabalhadores do país, além de possibilitar ao governo a formação de um fundo para o financiamento de habitação, infraestrutura e saneamento básico.

O financiamento da habitação e a organização das políticas relacionadas passaram a ter mais relevância na economia brasileira a partir da criação do Banco Nacional de Habitação (BNH), em 1964. O surgimento da instituição apareceu em um contexto de crise de oferta de moradias no país, mostrando-se como uma forma do regime militar angariar apoio entre as massas populares urbanas. Em adicional, havia o interesse de se desenvolver uma política permanente de financiamento que pudesse estruturar e estimular o desempenho do setor da construção civil, em um contexto de aceleração da expansão urbana e da necessidade de se expandir a infraestrutura das grandes metrópoles.

Sob o papel central do BNH, o Sistema de Financiamento da Habitação (SFH) se estruturou com os recursos gerados a partir da criação do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), alimentado pela poupança compulsória de todos os assalariados brasileiros, que veio se somar aos recursos da poupança voluntária, que formou o

Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Definiu-se, assim, uma estratégia para intervir na questão habitacional: estrutura institucional de abrangência nacional, paralela à administração direta, formada pelo BNH e uma rede de agentes promotores e financeiros privados ou estatais – entre os quais a CAIXA teve um papel fundamental, sobretudo no financiamento de habitações de baixa renda - capazes de viabilizar a implementação em grande escala das ações necessárias na área da habitacional, além de fontes de recursos estáveis, permanentes e independentes de oscilações políticas.

Durante os anos de atividade do BNH, entre 1964 e 1986, o SFH financiou a construção de 4,3 milhões de unidades novas, das quais 2,4 milhões com recursos do FGTS, para o setor popular, e 1,9 milhões com recursos do SBPE, para o mercado de habitação para a classe média. A crise econômica que se instaurou no início dos anos 1980 gerou recessão, inflação, desemprego e queda dos níveis de emprego e renda. Este processo teve enorme repercussão no SFH, com a redução da sua capacidade de investimento, devido à retração dos saldos do FGTS e da poupança, bem como o forte aumento na inadimplência, gerado pelo maior descompasso entre o aumento das prestações e a capacidade de pagamento dos mutuários.

Com o fim do regime militar, esperava-se que todo o SFH, incluindo o BNH e seus agentes – Companhias de Habitação (COHAB) - passassem por uma profunda reestruturação, na perspectiva da formulação de uma nova política habitacional para o país. No entanto, o BNH foi extinto em 1986 e, com o fim da instituição, perdeu-se uma estrutura de caráter nacional que tinha acumulado enorme experiência na área, construído e formado técnicos e financiado a maior produção habitacional da história do país até então. Em que pese os problemas derivados da forma com que a política habitacional do regime militar fosse realizada, havia um grau de coerência e articulação. Com a redemocratização, ao invés de se realizar uma transformação, ocorreu um esvaziamento e pode-se dizer que deixou propriamente de existir uma política nacional de habitação. Entre a extinção do BNH (1986) e a criação do Ministério das Cidades (2003), o setor do governo federal responsável pela gestão da política habitacional esteve subordinado a sete ministérios ou estruturas administrativas diferentes, caracterizando descontinuidade e ausência de estratégia para enfrentar o problema da habitação no Brasil (BONDUKI, 2007).

Coube à CAIXA a função de se tornar o agente financeiro do SFH, absorvendo algumas de suas atribuições, o quadro de pessoal e o acervo do extinto BNH. Além da

incorporação do BNH e de passar a ser o agente operador do FGTS, a CAIXA incorporou a sua estrutura uma série de problemas associados às operações de crédito realizadas anteriormente – ausência de provisões para devedores duvidosos sobre o estoque de operações de financiamento habitacional geridas pelo BNH, por exemplo. Esse e outros fatores - fim da isenção de tributos federais; bloqueio de recursos e exigência de recolhimento ao Banco Central, contratação desordenada de créditos com recursos do FGTS no início dos anos 1990 e alteração nas regras contábeis e de funcionamento para as instituições financeiras – contribuíram para aumentar o desequilíbrio estrutural da CAIXA (COSTA, 2016).

Os contratos de crédito incorporados pela CAIXA apresentavam graves assimetrias nos critérios que regiam sua evolução financeira, resultantes não apenas das condições originalmente pactuadas, mas também das concessões feitas aos mutuários ao longo de sua vigência. Enquanto o saldo devedor era corrigido por indexadores financeiros oficiais, o valor das prestações, por outro lado, permaneceu corrigido por cláusulas de equivalência salarial ou nível de comprometimento de renda dos mutuários (VIDOTTO, 2002).

No âmbito do Plano Real, iniciou-se um processo de saneamento de ativos relacionados com créditos imobiliários. Em 1995, a CAIXA baixou créditos, diferindo esse prejuízo nos anos posteriores, sendo que esse total se referiu a saldos residuais que não estavam cobertos pelo Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) e que vinham sendo amortizados à base de 10% ao ano, constituindo-se como uma forma de assumir prejuízos na contabilidade da instituição. A CAIXA passou a disponibilizar aos mutuários a opção de liquidar antecipadamente contratos, oferecendo o benefício do abatimento das dívidas que variaram de 45% a 90% do saldo remanescente (VIDOTTO, 2002).

No contexto da crise bancária entre 1995 e 1997, uma série de medidas foram levadas a cabo pelo Banco Central em termos de intervenção em bancos fragilizados, transferências de controle e venda de ativos. Nesse processo, a CAIXA foi acionada em duas direções convergentes. Inicialmente, ao lado do Banco do Brasil, forneceu liquidez aos bancos em dificuldades, contribuindo para evitar que a crise assumisse maiores proporções. Posteriormente, a linha de atuação seguinte relacionou-se a medidas que integraram o PROER. Após o Banco Central intervir ou estabelecer monitoramento estrito sobre alguns bancos, a CAIXA foi acionada no sentido de adquirir créditos relacionados com sua área de atuação (VIDOTTO, 2002).

Essa movimentação configurou, de acordo com Vidotto (2002), um vasto programa de "estatização do SFH para dentro da CAIXA". Com esse processo, o governo buscava abrir caminho para o novo Sistema Financeiro Imobiliário, sob condições de mercado, tendo como perspectiva estabelecer a convivência de um sistema "social", pela CAIXA, do qual as instituições financeiras privadas estariam voluntariamente afastadas, e um sistema "de mercado", com participação geral.

No âmbito do PROEF, a medida de maior alcance a que a CAIXA foi submetida teve origem em determinações regulatórias. Os critérios de provisionamento de créditos em situação anormal estipulados pela Resolução 2.682/1999 fez com que o banco ficasse em uma situação de deficiência patrimonial da ordem de R$ 14 bilhões. No início de 2001, em uma medida preliminar e parcial de adequação, a CAIXA reclassificou R$ 1,71 bilhão de créditos junto a governos estaduais e municipais. Posteriormente, em função da MP 2.196/2001, o banco teve movimentações financeiras da ordem de R$ 87 bilhões (VIDOTTO, 2002).

Em função das perdas expressivas oriundas do estoque de operações de crédito realizadas até o ano de 1995, foi definida a transferência de R$ 26,7 bilhões em ativos para a Empresa Gestora de Ativos (EMGEA), empresa não financeira criada com o propósito específico de abrigar os "esqueletos", provenientes de financiamentos habitacionais concedidos com recursos da poupança e do FGTS, e passivos de igual montante. Para equilibrar o fluxo de caixa dessa massa, o Tesouro Nacional realizou o aporte de R$ 5,7 bilhões na EMGEA. Os créditos concedidos pela CAIXA a estados, municípios e estatais regionais - objetos de renegociações de dívidas - foram trocados por Letras Financeiras do Tesouro (LFT), totalizando R$ 13,0 bilhões. Além disso, a CAIXA promoveu uma amortização antecipada de dívidas com o FGTS com títulos, no valor de R$ 6,0 bilhões. Posteriormente, foi realizada a conversão de R$ 24,0 bilhões de crédito junto ao FCVS em LFTs. Por fim, a dívida de RS 9,3 bilhões da CAIXA junto ao Banco Central, oriunda dos empréstimos do PROER para a aquisição de direitos creditórios de outras instituições, foi assumida pelo Tesouro Nacional (VIDOTTO, 2002).

A CAIXA apresentou ao longo da década de 1990 uma situação financeira desequilibrada. A dimensão pública comandou as estratégias e a dinâmica expansiva do banco – de forma mais intensa do que no caso do Banco do Brasil, segundo Vidotto (2002) – na medida em que seus desequilíbrios refletiam as inconsistências das políticas adotadas anteriormente. De acordo com a perspectiva de Vidotto (2002), o impasse

institucional da CAIXA, em termos da orientação a ser tomada pelo banco, representou um sintoma dos obstáculos existentes à possibilidade de retomada do financiamento habitacional. Na ótica do autor, a tentativa governamental de reestruturar a política habitacional sob critérios estritamente de mercado não apresentou os resultados esperados e a pretensão de enquadrar o principal instrumento de política em parâmetros operacionais privados ainda precisaria ser testado.

Ainda além, entende-se que a reestruturação patrimonial da CAIXA observada de forma isolada não seria suficiente para que o banco voltasse a ter um papel de destaque no financiamento da habitação, sendo fundamental o redirecionamento da instituição para o papel de agente central, inserida, em adicional, dentro de uma ampla estratégia de execução de políticas públicas na área de habitação, infraestrutura urbana e saneamento básico.

Essa conjunção de fatores passou a ser viável a partir de 2003, quando as políticas habitacional e urbana passaram a ter um novo patamar na agenda política nacional após a sanção do Estatuto da Cidade e da criação do Ministério das Cidades, sob a responsabilidade de formular em nível nacional a política urbana e fornecer apoio técnico e financeiro a governos locais, reunindo, pela primeira vez, as pastas das políticas setoriais – habitação, saneamento e transporte – em âmbito federal.

No âmbito da Política Nacional de Habitação, elaborada em 2004, foi criado, em 2005, o Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS), o Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social (FNHIS) e um conselho gestor nacional, com participação de representantes do governo federal e da sociedade civil. A Lei 11.124/2005 deu tratamento federativo ao tema da moradia ao prever que os estados e os municípios aderissem ao sistema, devendo criar seus fundos e conselhos locais. Essas iniciativas foram estimuladas pelo governo federal, que realizou uma ampla campanha nos estados e municípios e os apoiou na elaboração dos planos locais de habitação (IPEA, 2016 *apud* MARGUTTI, 2017).

Posteriormente, no contexto da crise financeira mundial, o governo federal lançou o Programa Minha Casa Minha Vida, em março de 2009, com a meta inicial de construção de um milhão de moradias, com a inclusão de uma faixa de atendimento totalmente subsidiada. O programa foi incorporado ao Plano Nacional de Habitação (PlanHAB), desenvolvido como um importante instrumento de planejamento de longo prazo do setor habitacional, tendo como diretriz contribuir para a redução do déficit habitacional no Brasil. Ressalta-se, em adicional, o êxito do programa em sustentar os

elevados níveis de investimento no setor da construção civil e no país, de forma geral, nos anos imediatamente subsequentes e, dessa forma, ter um papel anticíclico fundamental. O Programa Minha Casa Minha Vida chegou ao final de 2014 com um total de 3,75 milhões de moradias contratadas nas duas primeiras fases. Os efeitos no que diz respeito ao enfrentamento do *déficit* habitacional por meio da produção habitacional em larga escala, devem ser reconhecidos.

Dentro dessa institucionalidade que foi reforçada a partir de 2003, a CAIXA além de continuar a exercer o papel de agente gestor e operador do FGTS, atuou como instituição depositária do Fundo Nacional de Habitação (FNH), propiciando a aplicação dos recursos do FNHIS e a realização das transferências "fundo a fundo". Como um dos agentes financeiros do SNHIS, a CAIXA também desempenhou o papel de analista da capacidade aquisitiva dos beneficiários a serem atendidos com recursos originários de fontes onerosas. Para o sistema de habitação de mercado, a CAIXA continuou como principal banco federal captador de poupança popular, com papel de destaque na criação de medidas do governo voltadas ao incentivo desse sistema, como, por exemplo, as cadernetas de poupança vinculadas a financiamentos imobiliários e os instrumentos de investimento imobiliário já existente como letras hipotecarias, letras de crédito imobiliário e cédulas de crédito imobiliário.

No âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida, a CAIXA foi designada como agente operacional dos recursos disponibilizados pela União a título de subvenção econômica, sendo que essa gestão operacional engloba as seguintes características: a) atuação como instituição depositária e gestora dos recursos do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS) e FNHIS; b) definição e implementação dos procedimentos operacionais necessários à aplicação dos recursos, com base nas normas elaboradas pelo Conselho Gestor e pelo Ministério das Cidades; c) controle da utilização dos recursos financeiros colocados à disposição na construção dos empreendimentos habitacionais; d) prestação de contas e análise da viabilidade das propostas selecionadas pelo Ministério das Cidades; f) atuação na atividade de firmar contratos de repasse de recursos a estados, municípios e Distrito Federal em nome do SNHIS; e f) atuar na transmissão de informações ao Ministério das Cidades que permitam acompanhar a execução do programa, de maneira a avaliar o seu sucesso.

Além disso, ao atuar como agente financeiro do SFH, a CAIXA pode utilizar os recursos dos fundos do programa para financiar a aquisição de moradias pelas famílias, e/ou os empreendimentos habitacionais, pelas construtoras. Por ter agências em todos os

municípios brasileiros, ela pode garantir o acesso aos recursos do SNHIS, em conjunto com os outros agentes do SFH, às famílias brasileiras localizadas em qualquer lugar do país.

Portanto, observa-se que a partir de 2003, em um contexto marcado pela reestruturação de políticas habitacionais a nível nacional, fortaleceu-se o papel da CAIXA enquanto agente central na operacionalização de programas e na gestão das principais fontes de *funding* para o financiamento da habitação no Brasil. Ademais, pode-se observar, ao longo dessa seção, que a história da CAIXA se confunde com a história do crédito habitacional no Brasil, o que reforça a importância da instituição no provimento dessa modalidade de crédito.

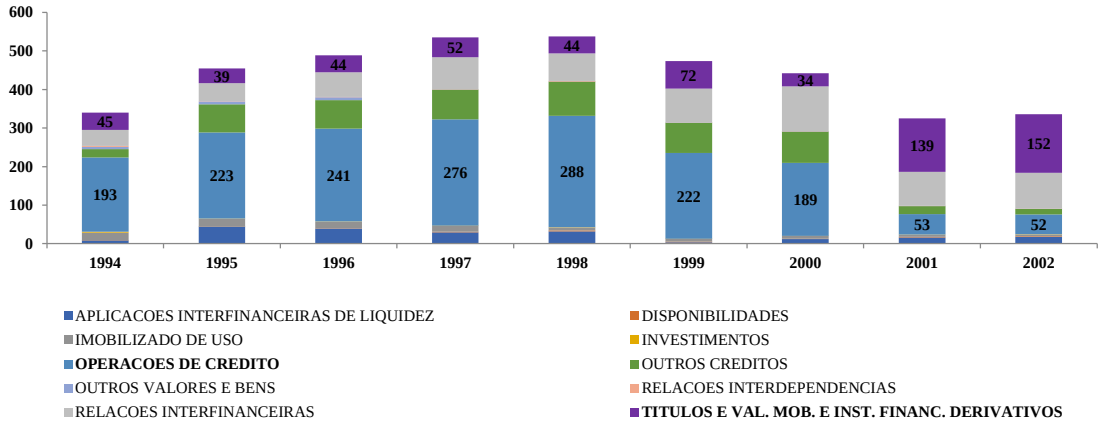
3.4.3.2. DINÂMICA PATRIMONIAL DA CAIXA (1994-2002)

Após observar os antecedentes históricos da CAIXA, essa subseção tem por objetivo realizar a análise da dinâmica patrimonial do banco no período compreendido entre 1994 e 2002.

O Gráfico 3.64 traz a composição dos itens do ativo da CAIXA entre 1994 e 2002. Entre 1994 e 1995, houve um forte crescimento da carteira de ativos, conduzida pela expansão nas operações de crédito, em um contexto de imediata estabilização pós-Plano Real. Entre 1996 e 1998, as operações ativas da CAIXA passaram por um processo de estagnação.

Nos anos posteriores, a CAIXA passou por um processo de enxugamento da carteira de ativos, conduzida pela queda do estoque de operações de crédito, processo este intensificado a partir de 2001, no âmbito do PROEF. Em paralelo, os recursos aplicados em carteira de títulos e valores mobiliários tiveram um aumento de participação sobre o total do ativo.

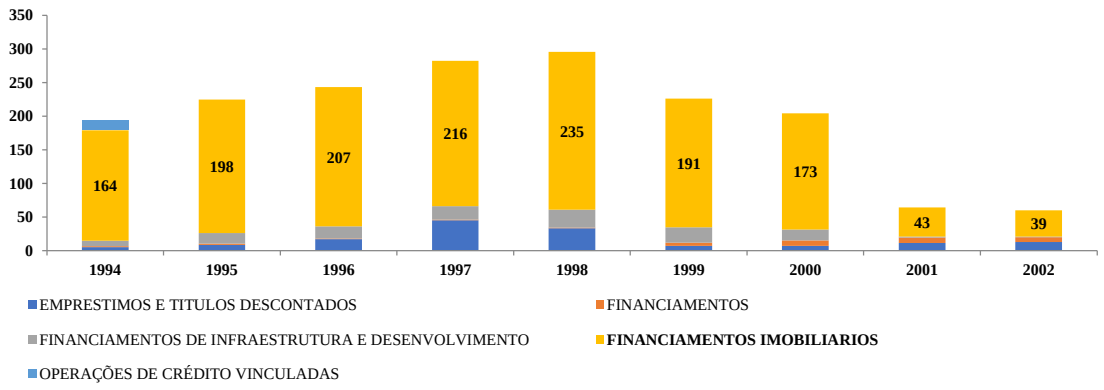
GRÁFICO 3.64
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Ativo (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI[1]



[1] Não se detalharam as operações constantes em "Outros Créditos" pois se tratam, em regra, de valores associados à créditos tributários ou valores atrelados a operações cambiais – não tendo relação direta com a conta "Operações de Crédito", um dos focos da presente tese. Também se optou por não detalhar as relações interfinanceiras, haja vista que se tratam, no caso da CAIXA, de depósitos compulsórios mantidos junto ao Banco Central.
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.65 traz a composição das operações de crédito da CAIXA entre 1994 e 2002. Nota-se um predomínio das operações de crédito associadas ao financiamento da habitação. A partir de 2001, houve uma elevada queda no estoque de operações no âmbito do PROEF e do processo de saneamento patrimonial do banco, que envolveu a transferência de créditos de baixa qualidade para a EMGEA.

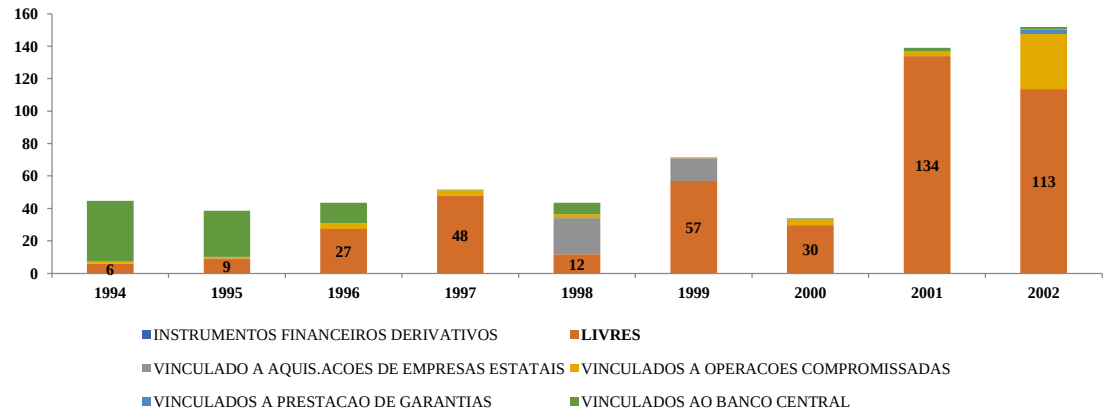
GRÁFICO 3.65
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Ativo - Operações de Crédito (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.66 traz os dados referentes aos recursos aplicados em títulos e valores mobiliários pela CAIXA no período entre 1994 e 2002. Do período inicial até o ano 2000, o estoque de aplicações permaneceu praticamente constante – com exceção para o ano de 1999 em que se teve uma expansão provavelmente associada às estratégias de tesouraria em meio ao processo de crise cambial e de aumento das taxas de juros da economia brasileira. A partir de 2001, as aplicações em títulos e valores mobiliários cresceram, no contexto do processo de capitalização pela qual a CAIXA passou em 2001, além do fato das operações de crédito apresentarem uma forte redução na participação sobre os ativos, como decorrência do processo de transferência de créditos da CAIXA para a EMGEA. Ou seja, em paralelo à cessão de operações de crédito, a CAIXA teve uma grande inflexão no sentido de redirecionar suas aplicações em ativos de elevada liquidez, o que demonstrou uma trajetória oposta às históricas atribuições da instituição. Ainda além, vale destacar o processo de troca de ativos por títulos públicos no âmbito do PROEF, o que contribuiu para a expansão da participação de títulos na carteira de ativos da CAIXA.

GRÁFICO 3.66
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Ativo - Títulos e Valores Mobiliários (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI

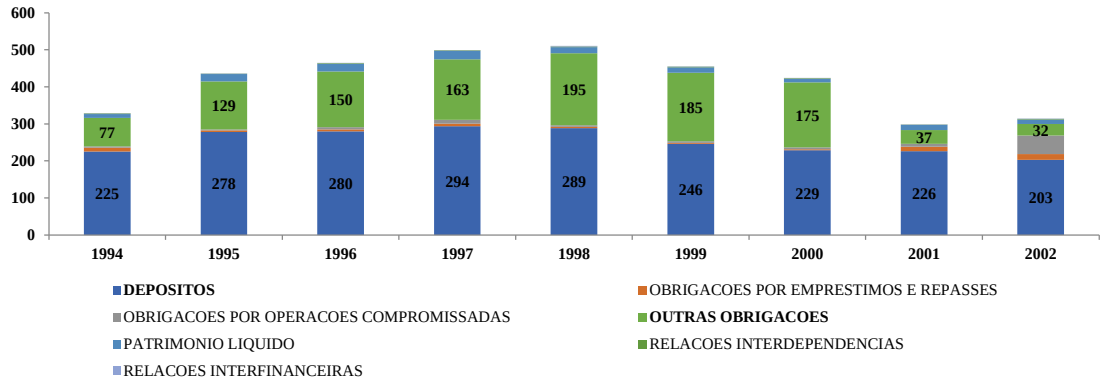


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.67 traz a composição das obrigações estruturadas pela CAIXA em seu passivo entre os anos de 1994 e 2002. Os depósitos e a conta “Outras Obrigações” foram as principais contas do passivo ao longo do período observado. Enquanto os depósitos apresentaram trajetória de relatividade estabilidade, a conta “Outras

Obrigações" – composta, principalmente, pelo *funding* do FGTS - teve um período de expansão entre 1994 e 1995 e uma queda significativa a partir de 2001.

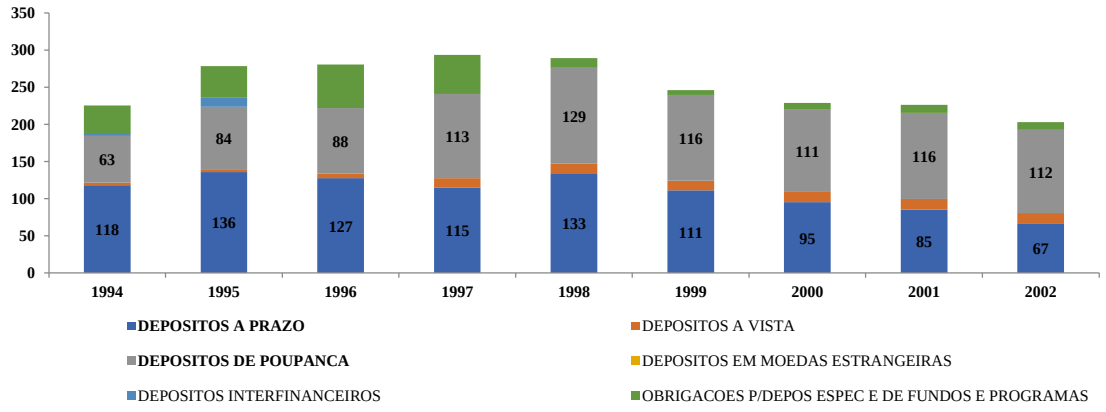
GRÁFICO 3.67
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.68 traz a composição dos recursos captados por meio de depósitos pela CAIXA entre 1994 e 2002. Tanto os recursos oriundos da caderneta de poupança quanto os recursos captados sob a forma de depósitos a prazo foram predominantes.

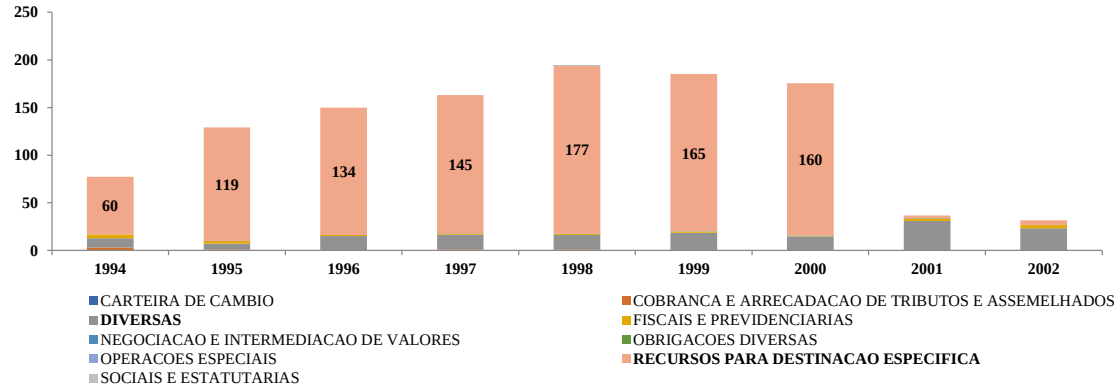
GRÁFICO 3.68
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo - Depósitos (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.69 traz a evolução da conta Outras Obrigações da CAIXA entre 1994 e 2002. Observa-se, entre 1994 e 1998, uma expansão significativa na captação de recursos para destinação específica – no caso, recursos oriundos do *funding* do FGTS. Após o ano de 2001, houve uma forte ruptura no estoque de obrigações em função do processo de transferência de operações de crédito de risco elevado para a EMGEA. Em vista disso, da mesma forma que se deu a transferência de créditos do balanço da CAIXA, assistiu-se, por consequência, a transferência das obrigações vinculadas ao FGTS para o balanço da EMGEA.

GRÁFICO 3.69
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo - Outras Obrigações (1994-2002)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



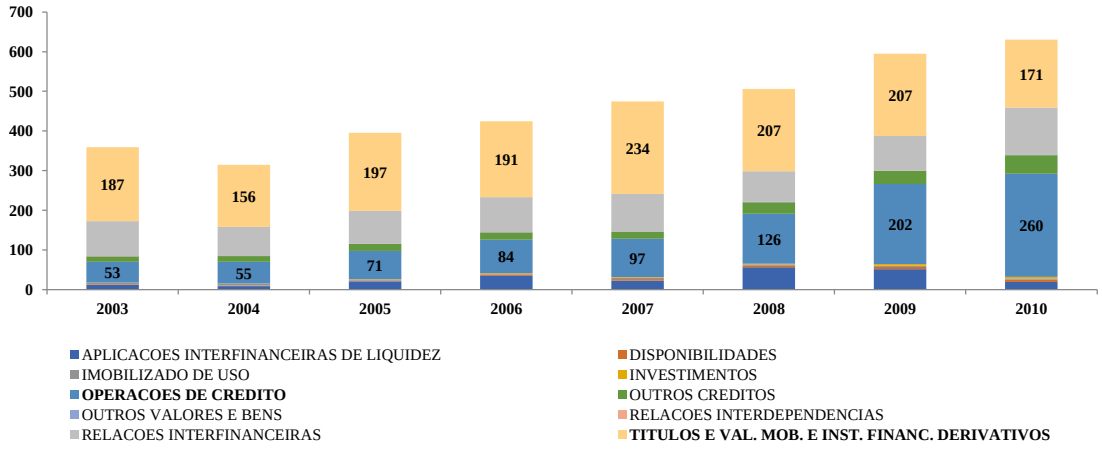
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Assim, do ponto de vista do ativo, a CAIXA, que no início do período apresentava participação do crédito mais relevante do que o observado nos bancos privados, sofreu uma forte redução das operações de crédito, sobretudo após 2001, em função do PROEF e do processo de transferência de créditos para a EMGEA. Ademais, as operações com títulos e valores mobiliários passaram a ser relevantes após o ano de 2001, tal qual observado nos bancos privados. Quanto ao passivo, a CAIXA teve uma participação elevada dos depósitos – com papel especial para os depósitos de poupança - e dos recursos oriundos do FGTS – que também passaram por uma redução abrupta após 2001 – diferentemente do que se deu com os bancos privados, que, na conta dos depósitos, tiveram maior participação dos depósitos interfinanceiros. Infere-se, portanto, que a CAIXA passou por um processo de inflexão no período analisado, com uma atuação muito mais semelhante ao que é observado nos bancos privados.

3.4.3.3. DINÂMICA PATRIMONIAL DA CAIXA (2003-2010)

O Gráfico 3.70 traz a composição dos recursos aplicados em ativos da CAIXA entre 2003 e 2010. Os títulos e valores mobiliários iniciaram o período de análise com o predomínio sobre as demais formas de aplicações. Essa trajetória só se altera a partir de 2009, quando as operações de crédito voltam a ter destaque no balanço patrimonial da instituição.

GRÁFICO 3.70
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA[1]
Ativo (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



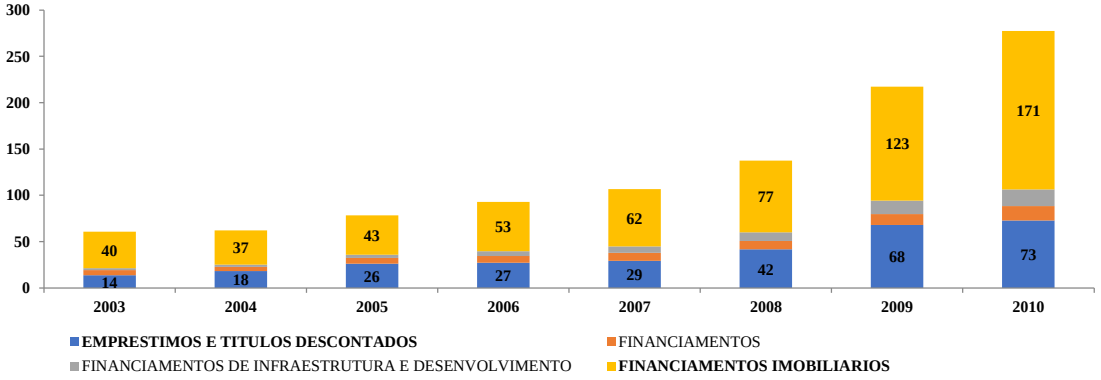
[1] Optou-se por não detalhar as relações interfinanceiras, haja vista que se tratam, no caso da CAIXA, de depósitos compulsórios mantidos junto ao Banco Central.
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Ao observar a evolução das operações de crédito da CAIXA entre 2003 e 2010 (Gráfico 3.71), nota-se a existência de um crescimento exponencial das operações associadas ao financiamento da habitação. Inicialmente, entre 2003 e 2008, o crescimento, ainda que relativamente mais lento, é relevante por sinalizar a retomada de políticas de habitação de relevância nacional, com a CAIXA ocupando um papel decisivo na operacionalização. Posteriormente, a partir de 2009, com o lançamento do Programa Minha Casa Minha Vida, intensificou-se o crescimento das operações de crédito e, por consequência, do financiamento da habitação, em consonância com a estratégia de se estimular o setor da construção no contexto da crise financeira mundial.

Ademais, em termos de estímulos anticíclicos, entre 2008 e 2010, a CAIXA teve crescimento relevante de operações envolvendo empréstimos e títulos descontados, o

que destaca a postura da CAIXA em termos de garantir recursos às empresas, em um contexto de retração por parte dos bancos privados.

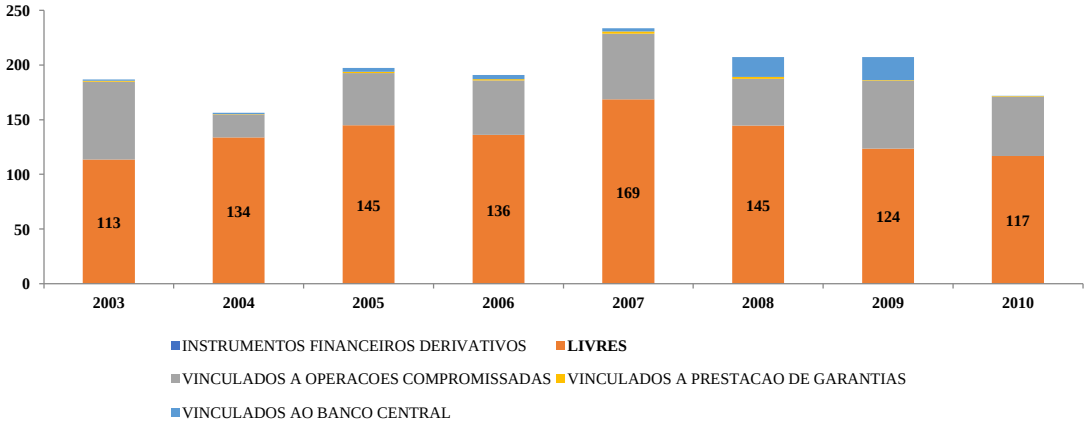
GRÁFICO 3.71
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Ativo - Operações de Crédito (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.72 traz os valores aplicados pela CAIXA em títulos e valores mobiliários entre 2003 e 2010. Ao longo do período, esta conta apresentou uma participação relevante sobre o total do ativo, com uma tendência estável. Em regra, houve a predominância da participação de títulos livres sobre o total da conta.

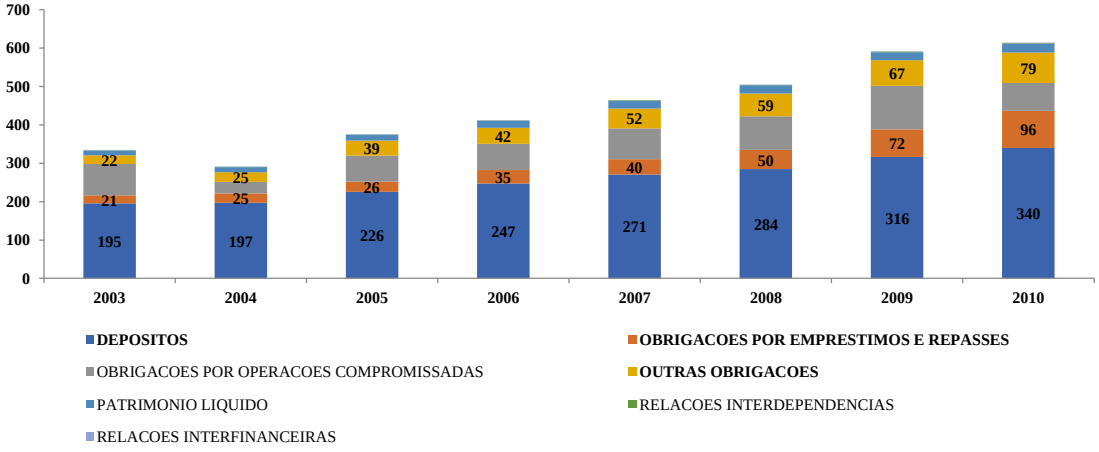
GRÁFICO 3.72
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Ativo - Títulos e Valores Mobiliários (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.73 traz a evolução das obrigações estruturadas no passivo da CAIXA entre 2003 e 2010. Ao longo de todo período analisado, os depósitos permaneceram como principal fonte de *funding* do banco, sobretudo a partir de 2005. Em paralelo, também se nota o aumento relativo da participação das obrigações por empréstimos e repasses e de outras obrigações.

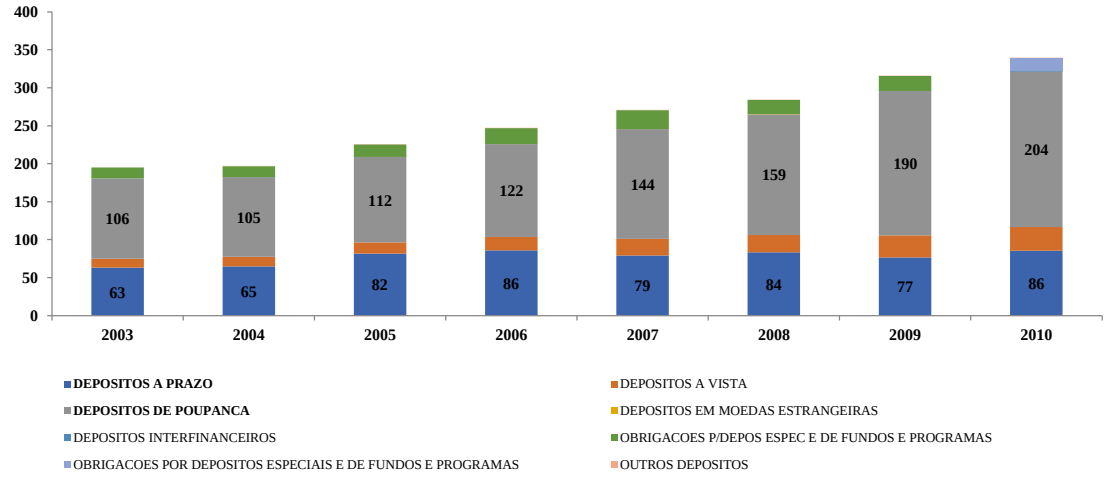
GRÁFICO 3.73
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.74 traz a composição dos depósitos da CAIXA entre 2003 e 2010, mostrando que no período observado houve uma estabilização na participação relativa de depósitos a prazo, bem como um elevado crescimento no estoque de recursos captados via depósitos de poupança, em um contexto de retomada do crescimento da economia e de aumento da bancarização da população de menor renda.

GRÁFICO 3.74
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo - Depósitos (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI

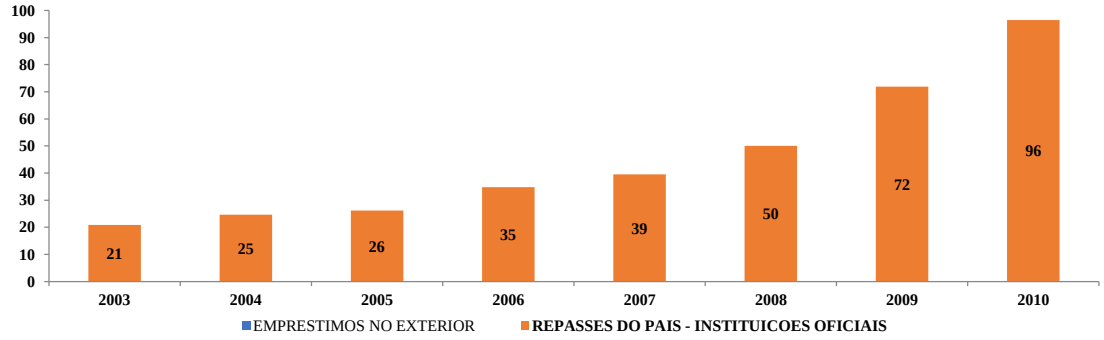


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.75 traz a composição das operações associadas às obrigações por empréstimos e repasses da CAIXA entre 2003 e 2010. Inicialmente, os recursos se mantiveram estáveis entre 2003 e 2005. Posteriormente, há uma trajetória de aumento que se acelera principalmente a partir de 2008.

O desempenho desses recursos – associados ao *funding* do FGTS – apresenta relação direta com o desempenho da economia brasileira, uma vez que, com o crescimento do emprego formal no Brasil a partir de meados dos anos 2000, também se teve a expansão nos depósitos patronais. Ainda além, o crescimento no *funding* no final da década foi decisivo para que a CAIXA, juntamente com as políticas do governo à época, pudesse sustentar o desenvolvimento das operações de financiamento da habitação no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida.

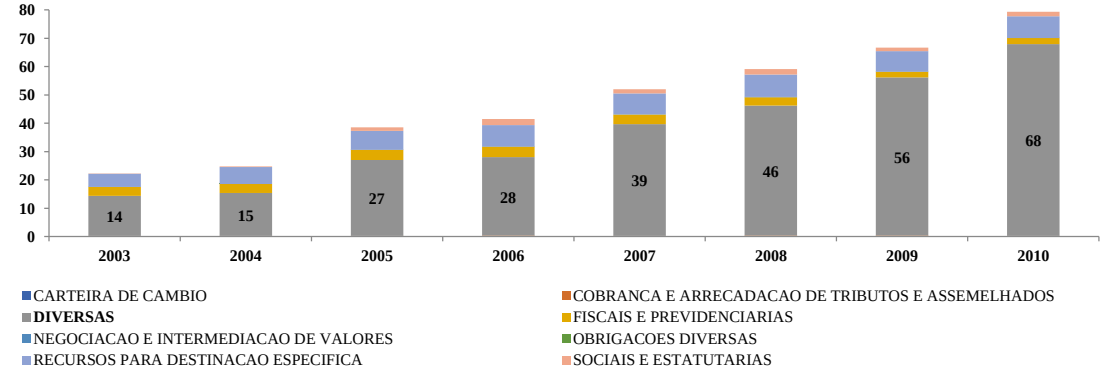
GRÁFICO 3.75
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Por fim, o Gráfico 3.76 traz a evolução das captações de recursos realizada pela CAIXA associadas à conta Outras Obrigações entre 2003 e 2010. Nota-se, a partir de 2005, uma expansão significativa nas operações classificadas como "Diversas". Nesta conta, aparecem as dívidas subordinadas elegíveis a capital – que consiste na conversão de parte da dívida associada às obrigações de empréstimos da CAIXA junto ao FGTS em dívida subordinada, após autorização do Banco Central em outubro de 2005 – e os instrumentos híbridos de capital e elegíveis a capital – que consiste em emissões de créditos realizadas pela União à CAIXA, em conformidade com a Resolução 3444/2007 do Conselho Monetário Nacional, com o objetivo de ampliar os limites operacionais do banco.

GRÁFICO 3.76
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo - Outras Obrigações (2003-2010)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

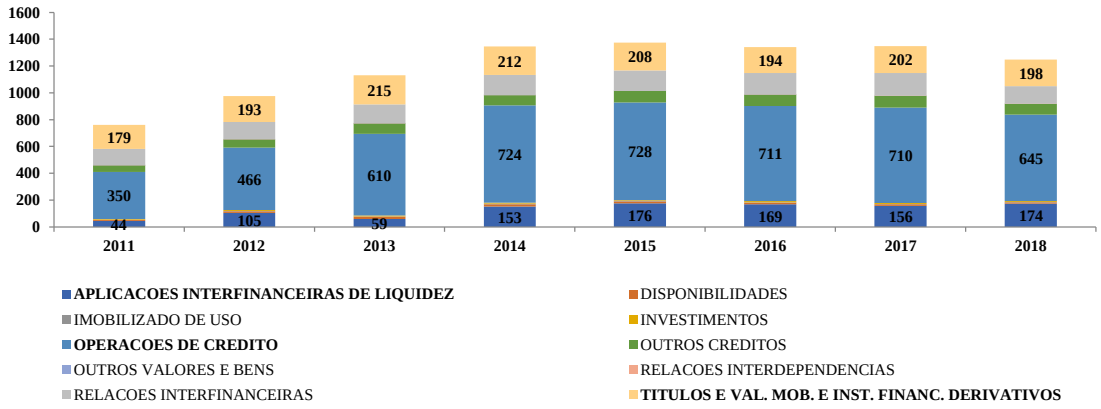
Do ponto de vista do ativo, a CAIXA implementou uma forte expansão de sua carteira de crédito, sobretudo a partir de 2009, em um contexto de atuação anticíclica – ao contrário dos bancos privados que apresentaram um aumento do crédito no início da década e, no momento da crise, retraíram o crédito em direção à ativos de maior liquidez.

Para as operações do passivo, a CAIXA viveu um forte crescimento dos depósitos em função das captações de poupança – diferentemente dos bancos privados em que o papel dos depósitos interfinanceiros foi mais relevante – bem como o crescimento dos recursos associados ao FGTS que, gradativamente, voltaram a ter participação relevante no *funding* do banco.

3.4.3.4. DINÂMICA PATRIMONIAL DA CAIXA (2011-2018)

O Gráfico 3.77 traz a evolução patrimonial do ativo da CAIXA entre 2011 e 2018. Observa-se que entre 2011 e 2014 a expansão do ativo foi conduzida pelo intenso crescimento das operações de crédito – aumento de 107,19 % entre 2011 e 2014 - ante a estagnação do crescimento dos demais componentes. A partir de 2015, todos os componentes do ativo da CAIXA se estagnaram, com uma maior tendência de redução das operações de crédito.

GRÁFICO 3.77
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Ativo (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI[1]

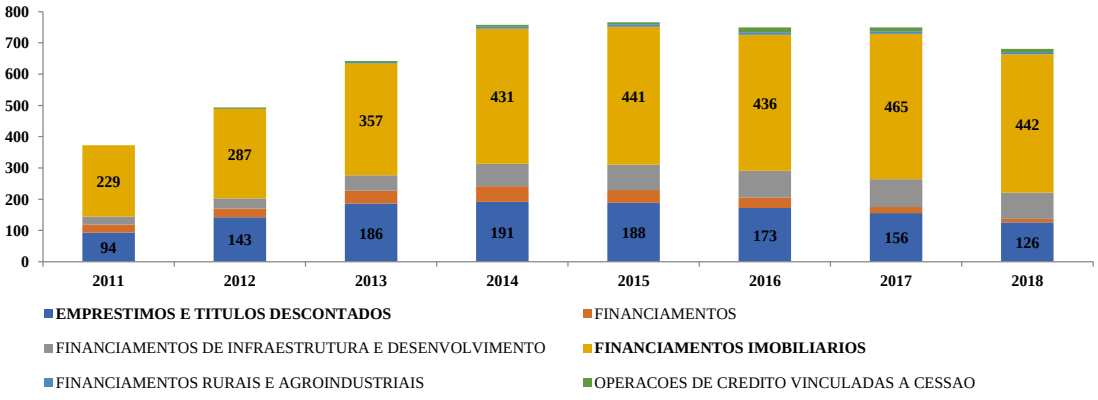


[1] Optou-se por não detalhar a conta "Relações Interfinanceiras" pois, no caso da CAIXA, se tratam de Depósitos Compulsórios mantidos junto ao Banco Central.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.78 mostra a evolução das operações de crédito da CAIXA entre 2011 e 2018. Entre os anos de 2011 e 2014, o crescimento do crédito foi explicado pela expansão do financiamento à habitação no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida, bem como pelo crescimento de empréstimos e títulos descontados, ainda que em menor escala. A partir de 2015, a estagnação das operações envolvendo o financiamento imobiliário e, principalmente, os empréstimos e títulos descontados, esteve associada ao enfraquecimento do crescimento da economia e da atividade do setor da construção civil.

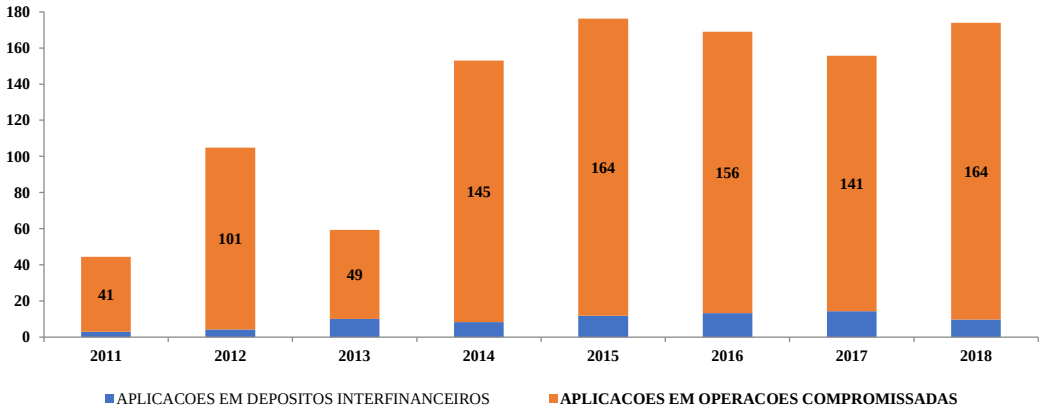
GRÁFICO 3.78
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Ativo - Operações de Crédito (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.79 traz a evolução das operações associadas às aplicações interfinanceiras de liquidez da CAIXA entre 2011 e 2018. Essa conta passou por uma expansão significativa a partir de 2014, sobretudo no caso das operações de aquisições de títulos com compromisso de revenda futura, o que tem associação direta com a gestão de liquidez realizada pelo Banco Central na condução da política monetária.

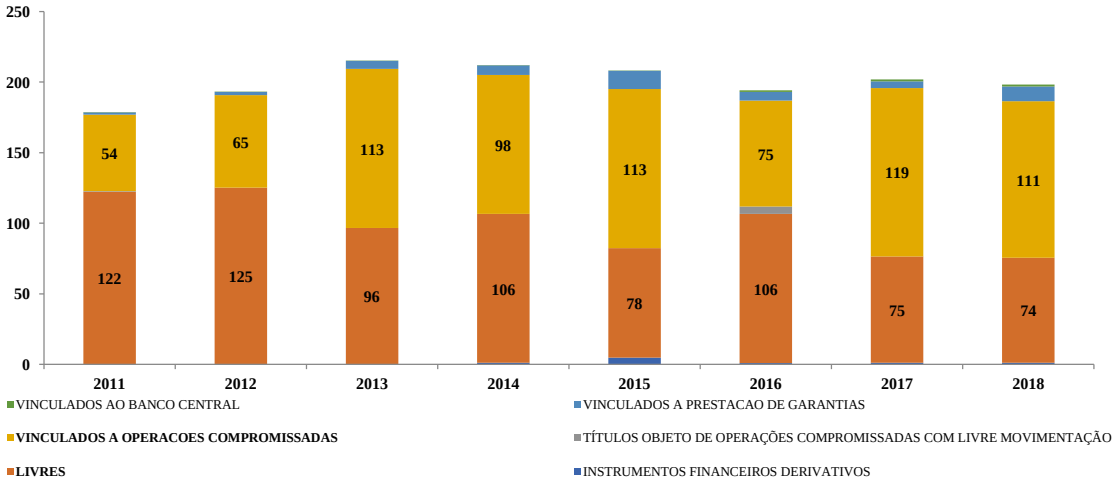
GRÁFICO 3.79
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Ativo - Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria

O Gráfico 3.80 traz a composição dos títulos e valores mobiliários sob posse da CAIXA entre 2011 e 2018. A presença desses recursos ocupou participação relevante no total do ativo da instituição, com uma alteração no perfil da composição das aplicações, dado que os títulos vinculados a operações compromissadas se tornaram predominantes a partir de meados da década de 2010. Logo, a CAIXA redirecionou seus recursos para operações com compromisso de revenda futura.

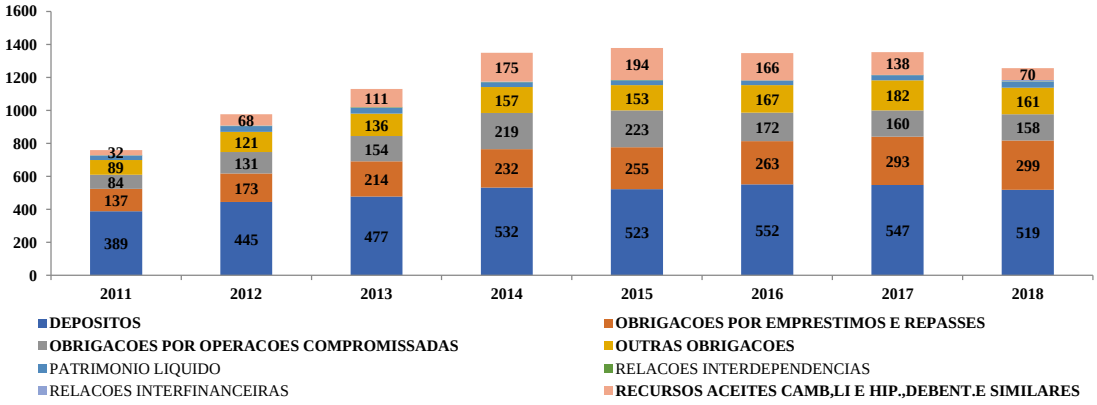
GRÁFICO 3.80
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Ativo – Títulos e Valores Mobiliários (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.81 traz a composição das operações passivas da CAIXA entre 2011 e 2018. De maneira análoga às operações do ativo, houve expansão do passivo até o ano de 2014 em função do crescimento das captações de depósitos, obrigações por empréstimos e repasses e de recursos de aceites e emissões. Em menor grau, também se pode falar do desempenho das obrigações por operações compromissadas e de outras obrigações. Após o ano de 2015, a retração do passivo esteve associada ao enfraquecimento das captações por recursos de aceites e emissões, bem como de obrigações por operações compromissadas.

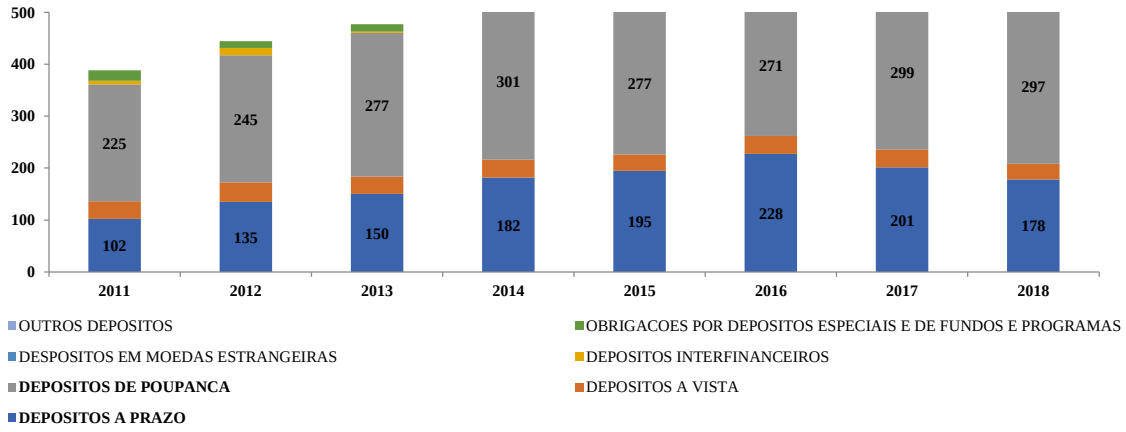
GRÁFICO 3.81
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.82 traz a composição dos depósitos da CAIXA entre 2011 e 2018. Na primeira metade da década, o crescimento tanto das captações de poupança quanto de depósitos a prazo. A partir de 2015, houve oscilações no desempenho dessas captações, sendo que, de forma geral, pode-se falar em uma estagnação no desempenho dessa conta.

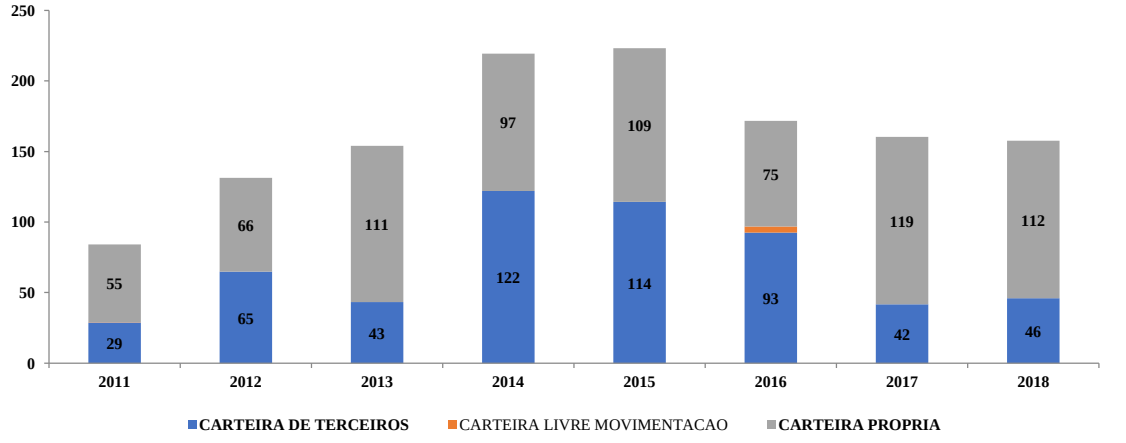
GRÁFICO 3.82
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo - Depósitos (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.83 descreve a composição das obrigações por operações compromissadas da CAIXA entre 2011 e 2018. Nota-se o aumento significativo dos recursos captados, inicialmente pelo aumento das operações com carteira de terceiros. A partir de 2016, essa tendência se inverteu, com a predominância de operações com carteira própria da instituição.

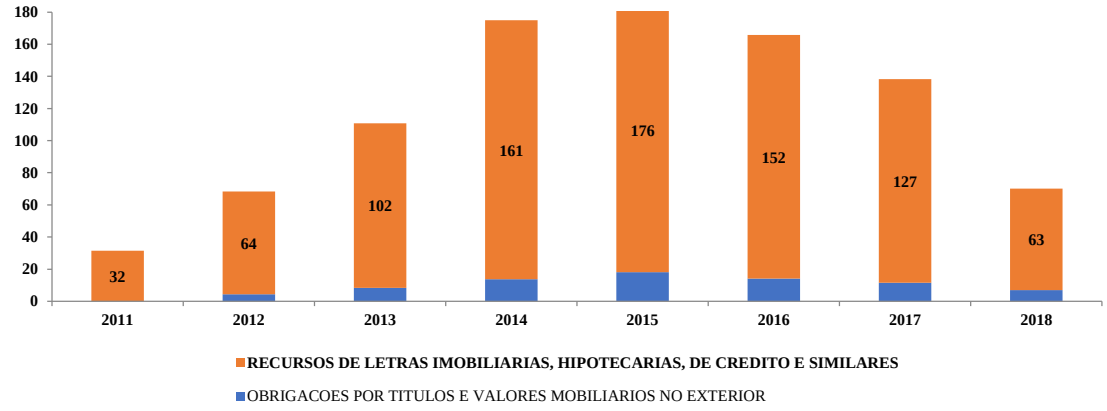
GRÁFICO 3.83
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo - Obrigações por Operações Compromissadas (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.84 descreve a evolução das captações associadas à recursos de aceites e emissões pela CAIXA entre 2011 e 2018. Assistiu-se a uma forte expansão desses recursos entre 2011 e 2015, explicada, principalmente, pelas emissões de letras de crédito imobiliário (LCI), o que se coaduna com a atuação proeminente da instituição no financiamento da habitação.

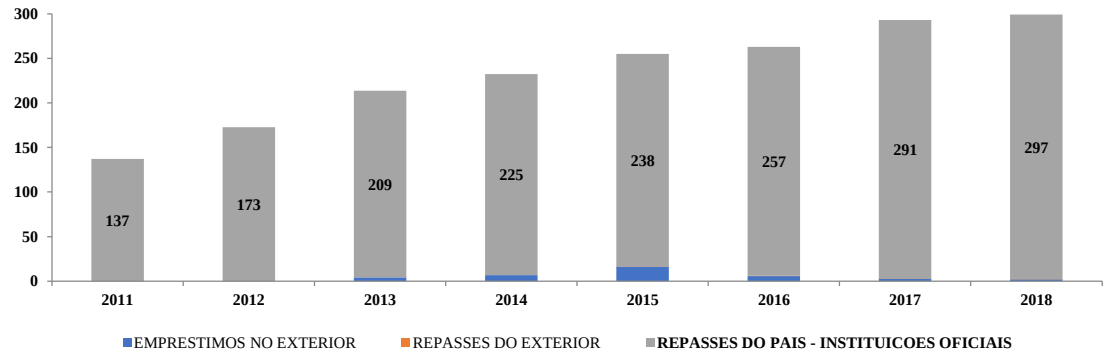
GRÁFICO 3.84
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo – Recursos de Aceites e Emissões (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.85 mostra o desempenho das obrigações por empréstimos e repasse da CAIXA entre 2011 e 2018, evidenciando, ao longo de todo o período observado, o crescimento da captação de recursos, seja por meio do FGTS ou por meio dos repasses do Tesouro Nacional. A partir de 2016, houve a desaceleração no crescimento dos recursos em questão tanto pelo enfraquecimento do crescimento dos fluxos do FGTS quanto pela redução nos repasses oriundos do Tesouro Nacional.

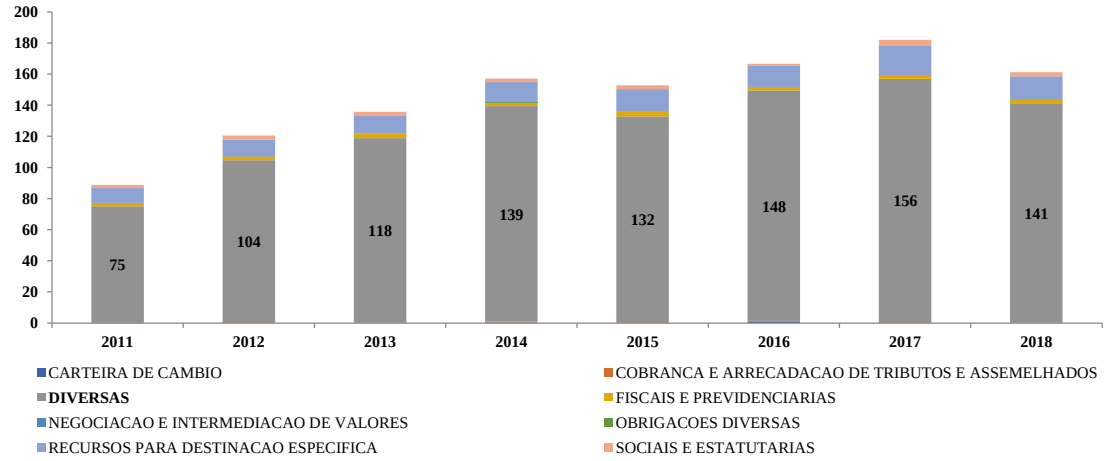
GRÁFICO 3.85
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo - Obrigações por Empréstimos e Repasses (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O Gráfico 3.86 traz a evolução de Outras Obrigações da CAIXA entre 2011 e 2018. Entre 2011 e 2014, o crescimento observado na conta "Diversas" esta associado à expansão da captação de recursos por instrumentos de dívida elegíveis a capital. Entre 2011 e 2014, a CAIXA emitiu 04 obrigações de empréstimos atrelados a recursos oriundos do FGTS, 04 letras financeiras e 01 título externo.

GRÁFICO 3.86
Sistema Financeiro Nacional – Bancos Públicos – CAIXA
Passivo - Outras Obrigações (2011-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Entre 2011 e 2018, do ponto de vista do ativo, a CAIXA passou por dois momentos distintos: até 2014, operou uma forte expansão de suas operações de crédito – diferentemente da estagnação observada nos bancos privados; após 2015, as operações de crédito do banco se retraíram, juntamente com o aumento da participação das

aplicações interfinanceiras de liquidez – que, por sua vez, também se expandiram no caso dos bancos privados.

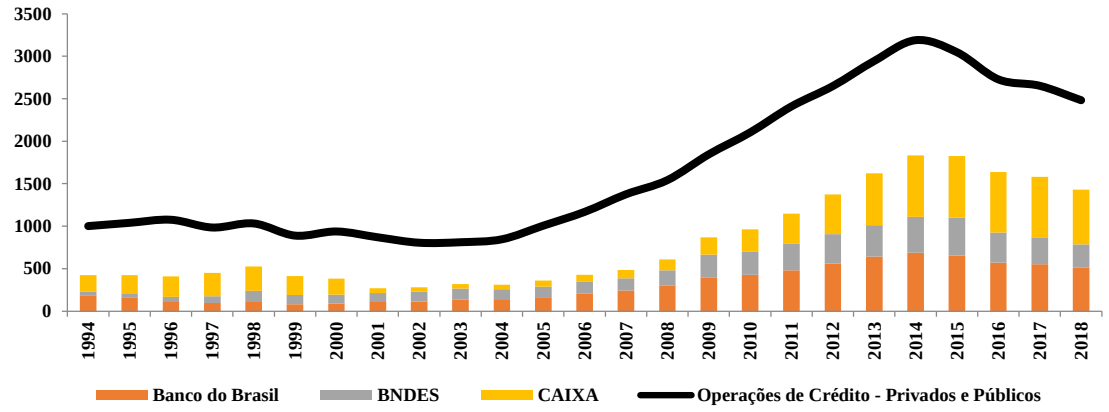
No que tange ao passivo, até o ano de 2014, a expansão foi resultante do crescimento dos depósitos de poupança, dos recursos associados ao FGTS e dos recursos por aceites e emissões de títulos – enquanto que, nos bancos privados, a redução dos depósitos foi suprida pela expansão de captações por recursos por aceites e emissões de títulos. A partir de 2015, a conta de passivos manteve-se estável em função do papel dos depósitos e das obrigações por empréstimos e repasses – diferentemente do que se deu nos bancos privados, com a forte redução dos depósitos e sustentação do passivo por meio das obrigações por operações compromissadas.

3.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O terceiro capítulo desta tese buscou elucidar a forma de atuação dos bancos no Brasil, por meio da análise da dinâmica patrimonial dessas instituições, com especial atenção para o crédito, dado o seu papel central no financiamento do gasto. Em consonância com o desenvolvido nos capítulos anteriores, percebeu-se que, no Brasil, a atuação dos bancos em geral esteve mais voltada à alocação de recursos em outros tipos de ativos, o que demandou uma ação mais ativa do sistema de financiamento público na concessão do crédito.

Por meio dos dados do ativo e do passivo de bancos privados e bancos públicos para o período entre 1994 e 2018, procurou-se explicitar o comportamento dos bancos a partir da análise da dinâmica patrimonial e o, com destaque para o papel do crédito nesse processo. Para os bancos públicos, optou-se por analisar as informações do Banco do Brasil, BNDES e CAIXA, em função da relevância e da representatividade que esses bancos, isoladamente, possuem não somente nos volume do crédito total do sistema financeiro, como também em seu comportamento, como observado no Gráfico 3.87.

GRÁFICO 3.87
Sistema Financeiro Nacional
Operações de Crédito (1994-2018)
Em R$ bilhões – dez/2018 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

A análise da dinâmica patrimonial dos bancos privados no Brasil entre 1994 e 2018 aponta, do ponto de vista das operações ativas, a predominância de alocação de recursos em ativos marcados por elevado grau de liquidez. Mesmo na segunda metade da década de 2000, quando se observou um crescimento mais intenso das operações de crédito de tais bancos – diante da consolidação de expectativas favoráveis em meio a um cenário de elevado crescimento econômico com retomada do emprego e da renda – a participação relativa de aplicações em títulos e valores mobiliários ou aplicações interfinanceiras de liquidez permaneceu majoritária sobre o total do ativo das instituições financeiras privadas em seu conjunto.

Do ponto de vista das operações passivas, os recursos captados pelos bancos privados no Brasil se caracterizaram pela predominância de depósitos a prazo, de depósitos interfinanceiros ou de operações compromissadas associadas a títulos com compromissos de recompra. De forma geral, tem-se a predominância de *funding* de curto prazo na composição da estrutura de obrigações do sistema financeiro privado, marcada pela própria dinâmica operacional dos bancos em garantir recursos para o fechamento de operações de caixa, bem como para a própria dinâmica associada à rolagem de compromissos da dívida pública.

No tocante à dinâmica patrimonial dos bancos públicos, o Banco do Brasil se consolidou, historicamente, como um banco público fundamental na economia brasileira, atuando, inicialmente, como um agente complementar na execução de políticas - seja por parte do Governo Federal ou do Banco Central - para,

posteriormente, se consolidar como um agente decisivo no financiamento de setores com menor acesso ao mercado de crédito privado – como é o caso do setor rural.

Ao longo do tempo, o Banco do Brasil passou por diversas alterações e mudanças do ponto de vista institucional, o que promoveu uma série de descontinuidades em termos de realização de políticas, fazendo com que se pudesse afirmar que, sistematicamente, o Banco do Brasil estivesse se afastando de sua condição de banco público para se tornar um banco mais voltado para uma finalidade privada, sobretudo em função das transformações que se intensificaram a partir dos anos 1990.

Os anos que se estenderam desde meados dos anos 2000, passando pelo epicentro da crise financeira mundial em 2008-2009, bem como na primeira metade dos anos 2010 relevaram que o Banco do Brasil teve uma atuação fundamental tanto em termos de política anticíclica no enfrentamento da crise como em termos de uma atuação pró-cíclica, sobretudo na primeira metade dos anos 2010, com o fortalecimento do direcionamento de crédito para o financiamento rural.

Portanto, do ponto de vista das operações de crédito, o Banco do Brasil, após uma trajetória de diminuição de participação no total do ativo na década de 1990, iniciou na década de 2000 um movimento virtuoso, contemplando a expansão de operações de crédito livre – em menor intensidade que os bancos privados - quanto de crédito direcionado – financiamento rural e agroindustrial. Esse movimento se acentuou no pós-crise de 2008 e se estendeu até 2014 – enquanto que os bancos privados passaram por uma trajetória de retração do crédito no contexto da crise financeira de 2008 e de uma tendência de estagnação nos anos subsequentes. A partir de 2015, tanto o Banco do Brasil quanto os bancos privados passaram por uma redução da participação do crédito sobre o ativo, com as aplicações financeiras de liquidez – no caso do Banco do Brasil e dos bancos privados – e títulos e valores mobiliários – no caso dos bancos privados – aumentando a participação sobre o ativo, em um cenário de aumento da preferência pela liquidez e de aumento da aversão ao risco.

Do ponto de vista do passivo, observa-se a importância dos mecanismos públicos de mobilização de recursos, com uma maior proeminência do papel da captação de recursos via depósitos – poupança, depósitos à vista e depósitos a prazo – e o direcionamento para o financiamento rural. Além disso, também se deve destacar, ainda que de forma menos intensa, a importância de repasses oficiais – seja no caso dos recursos oriundos do Tesouro Nacional, do BNDES/FINAME ou do Fundo

Constitucional do Centro-Oeste (FCO) - e de obrigações associadas a dívidas subordinadas que contribuíram para complementar o *funding* do Banco do Brasil.

Ao se analisar o BNDES, desde sua concepção a instituição se caracteriza como um banco público fundamental no financiamento de longo prazo da economia brasileira. Observou-se que, entre a década de 1950 e 1970, o BNDES teve sua atuação viabilizada por meio da consolidação de um *funding* de caráter estável e de longo prazo – com o destaque os recursos oriundos do fundo PIS-PASEP a partir de meados de 1970.

Nas décadas de 1980 e 1990, o BNDES apresentou um início de descontinuidade em comparação à trajetória observada nas décadas anteriores, do ponto de vista institucional. Em meio a um processo de crise fiscal do Estado, o banco se descaracterizou enquanto instituição de fomento e passou a se posicionar, ao longo da década de 1980, como um agente responsável por sanear a situação patrimonial de empresas públicas e privadas.

Com o advento da Constituição Federal de 1988, garantiu-se, institucionalmente, que o *funding* do PIS-PASEP, posteriormente regulamentado como FAT, teria parte de sua destinação para as atividades de financiamento do BNDES. No entanto, mesmo com a consolidação desses recursos, os anos 1990 foram caracterizaram pela continuação do processo observado na década anterior, com o BNDES passando a ser um agente de desestatização, em linha com as diretrizes dos governos na década. Assim, as principais operações do banco estiveram associadas ao financiamento de empresas nacionais e internacionais para a aquisição de empresas estatais ou do segmento de comércio e serviços e, posteriormente, para o financiamento de segmentos relacionados à exportação.

Somente a partir do início dos anos 2000 que a trajetória do BNDES voltou a se aproximar de um padrão pró-desenvolvimento. Em linha com as diretrizes do governo federal, o BNDES se constituiu como um agente decisivo no âmbito da operacionalização das políticas que voltaram a ser implementadas, destacando o papel do banco no financiamento de setores estratégicos para o estimulo do investimento. Esse papel foi reforçado ao longo da crise financeira mundial, quando o BNDES atuou não somente por intermédio de suas linhas de crédito, mas também articulando a coordenação dos agentes econômicos – e em especial, de outros bancos - para minimizar os efeitos da crise sobre a economia brasileira.

Nesse sentido, o BNDES se conformou como um dos principais agentes provedores de crédito na economia brasileira seja por meio das operações diretas –

realizadas diretamente pela instituição – seja por meio das operações indiretas – com o intermédio de outras instituições financeiras. Ao longo do período analisado, observou-se que a expansão das operações de crédito nos anos 1990 esteve relacionada ao processo de desestatização da economia, na forma de financiamento à aquisição de empresas privatizadas ou à concessão de serviços públicos. Na década de 2000, a postura do BNDES foi de maior destaque, sobretudo, a partir do advento da crise financeira de 2008, quando o banco atuou tanto na expansão das operações de crédito quanto por meio da capitalização de empresas. Esse movimento se estendeu até 2014, de modo que, a partir de 2015, o banco iniciou uma trajetória de retração do balanço, de modo que esse processo foi intensificado pela perda de participação das operações de crédito – diretas e indiretas – sobre o total do ativo.

Em relação à dinâmica associada ao passivo do BNDES, pode-se afirmar que a instituição passou por três períodos distintos: entre 1994 e 2007, o *funding* foi composto principalmente pela evolução do estoque de recursos do fundo PIS-PASEP e do FAT. A partir de 2008, no âmbito da crise financeira mundial, houve um forte aumento de repasses do Tesouro Nacional junto ao BNDES, conduta que se estendeu, pelo menos até 2014, consolidando esses recursos como principal fonte de *funding* do banco. Após 2015, iniciou-se um processo de reversão dos recursos repassados pelo Tesouro Nacional como parte da estratégia do governo em reduzir a atuação da instituição.

O BNDES, dentro do seu papel de banco de desenvolvimento e de sua natureza, foi a instituição que apresentou o comportamento mais distinto em comparação com os bancos privados. Na década de 1990, esses bancos mantiveram a suas carteiras de crédito estagnadas – enquanto o BNDES atuou de forma mais ativa , mesmo se para financiar o setor privado no processo de aquisição de empresas privatizadas ou de recursos para concessões de serviços públicos. Na primeira metade da década de 2000, pode-se falar que a taxa de crescimento do crédito privado foi superior ao observado no BNDES, fato que se alterou substancialmente na segunda metade da década, sobretudo a partir do ápice da crise financeira de 2008 – enquanto o BNDES expandiu o crédito e o investimento, os bancos privados tiveram um aumento em sua preferência pela liquidez. Essa tendência se estendeu até 2014, sendo que, a partir de 2015, assistiu-se a uma retração do crédito generalizada, seja no caso do BNDES ou no caso dos bancos privados.

Por fim, a CAIXA, desde os seus primórdios, se posicionou como uma instituição financeira associada às demandas de classes sociais menos privilegiadas, não

atendidas ou contempladas por outros bancos. A partir de meados do século XX, a CAIXA passou a ter atuação estratégica no financiamento habitacional destinado a baixa renda, inicialmente sob a centralidade do BNH. Após a extinção do BNH, a CAIXA, gradativamente, passou a se tornar o agente financeiro central do Sistema Financeiro da Habitação, bem como o agente operador do FGTS – principal fonte de *funding* desse sistema.

A CAIXA passou por uma série de desequilíbrios patrimoniais em função dos passivos assumidos pelo extinto BNH, bem como por uma série de políticas inconsistentes em termos da alocação de recursos do FGTS, o que levou a adoção de medidas de saneamento patrimonial. Esse processo culminou na redução do raio de ação da CAIXA enquanto agente decisivo no financiamento da habitação no Brasil, fato este que só veio a se alterar a partir de meados da década de 2000, por meio de alterações institucionais, de uma maior sinergia entre a atuação da CAIXA e das políticas de governo e, por fim, pelo lançamento do Programa Minha Casa Minha Vida que contribuiu não só para o estimulo à atividade do setor da construção civil no período da crise financeira mundial, mas, principalmente, para garantir o acesso a moradia de milhões de brasileiros.

Ao se analisar os dados da composição do ativo da CAIXA, observa-se, ao longo da década de 1990 uma redução na participação das operações de crédito sobre o total do ativo, fato este que se intensificou a partir de 2001, quando o banco transferiu créditos de baixa qualidade para a EMGEA. A consequência desse movimento foi a expansão da participação dos títulos e valores mobiliários sobre o ativo total, que se tornou predominante até o final da década de 2000, momento em que as operações de crédito voltaram a crescer sistematicamente e passaram a ser predominantes no ativo da CAIXA, em um contexto de intensificação da atuação anticíclica da instituição no ápice da crise financeira de 2008, bem como do lançamento do Programa Minha Casa Minha Vida, quando ficou evidente a postura fundamental da CAIXA como agente operador do programa de financiamento da habitação. O processo de expansão da carteira de crédito voltado para o financiamento da habitação se estendeu até o ano de 2015, quando, a partir de então, observou-se um processo de gradual retração das operações de crédito do banco.

Do ponto de vista do passivo da CAIXA, os recursos do FGTS sempre tiveram um papel decisivo na composição do passivo do banco, juntamente com os recursos oriundos dos depósitos de poupança. A existência da institucionalidade relacionada ao

FGTS, bem como ao direcionamento dos recursos captados por intermédio dos depósitos de poupança, garantiram um *funding* estável e de prazo longo de maturação ao banco, por todo o período analisado.

A comparação entre o comportamento da CAIXA com o de bancos privados, na década de 1990, mostra participação do crédito nas aplicações do banco público significativamente maior. E em trajetória de expansão, ante a estagnação observada no caso dos bancos privados. Na primeira metade da década de 2000, como consequência do PROEF, além da redução abrupta da participação do banco sobre o total de crédito do sistema, cresceu a participação de títulos e valores mobiliários no ativo do banco. Nesse período, os bancos privados vivenciaram um período tanto de crescimento do crédito quanto de aplicações interfinanceiras de liquidez e títulos e valores mobiliários. A partir de meados da década de 2000, a CAIXA voltou acelerar o crescimento de sua carteira de crédito, sobretudo no ápice da crise financeira de 2008 quando o banco intensificou sua atuação no financiamento da habitação e em empréstimos – diferentemente dos bancos privados que retraíram sua participação no crédito e intensificaram sua participação em ativos de maior liquidez. Essa tendência da CAIXA – e dos bancos privados – se manteve semelhante na primeira metade da década de 2010. Nos anos subsequentes, tanto a CAIXA quanto os bancos privados reduziram a participação do crédito sobre o ativo, enquanto houve um aumento de aplicações interfinanceiras de liquidez – no caso da CAIXA - e de títulos e valores mobiliários – no caso dos bancos privados.

Conclui-se que a participação das operações de crédito sobre o total dos ativos nos bancos públicos foi majoritariamente superior do que a observada nos bancos privados, ao longo do período compreendido entre 1994 e 2018, sendo que os bancos privados apresentaram uma maior propensão à manutenção de riqueza em ativos caracterizados por um maior grau relativo de liquidez. Do ponto de vista da estruturação do passivo, observou-se que os bancos públicos apresentaram uma dinâmica fortemente associada à mobilização de recursos por meio de fundos públicos – sobretudo FGTS e FAT – ou de mecanismos e regras que proporcionam exigibilidade sobre alguns tipos de depósitos – poupança e depósitos à vista - para o posterior direcionamento a operações de crédito – financiamento habitacional e rural – o que se denominou, em seu conjunto, de sistema de financiamento público. Portanto, a constituição de um *funding* de longo prazo por parte dos bancos públicos esteve na direção oposta do observado na

estruturação de obrigações dos bancos privados, caracterizada por um *funding* de curto prazo.

CONCLUSÃO

O objetivo da tese foi analisar o comportamento dos bancos públicos no Brasil, por meio de uma abordagem keynesiana-minskyana, para buscar evidências sobre a centralidade dessas instituições no financiamento da economia brasileira, o que se confirmou por meio da análise da dinâmica de operações ativas e passivas dessas instituições entre os anos de 1994 e 2018. Por meio da comparação entre o balanço de bancos públicos – no caso, Banco do Brasil, CAIXA e BNDES - e o balanço dos bancos privados, observou-se que a participação das operações de crédito sobre o total do ativo dos bancos públicos se mostrou predominantemente superior ao registrado para os bancos privados em seu conjunto, de modo que estes, por sua vez, apresentaram uma maior concentração relativa de recursos em ativos de maior grau de liquidez.

Para se discutir a centralidade de bancos em economias monetárias de produção, em função da importância destas instituições no financiamento de decisões de gasto dos agentes, buscou-se, inicialmente, reconstruir a importância do papel da moeda. O processo de ruptura com o ideário clássico, que preconizava que a reprodução econômica da sociedade estava alicerçada em economias de trocas - com a moeda tendo seu papel relegado a mero meio de pagamento - teve profundas contribuições de Keynes, a partir da década de 1930. No *Treatise on Money*, Keynes demonstrou que a natureza de suas preocupações estava diretamente relacionada com as funções da moeda e seus atributos, sinalizando o reconhecimento de seu papel sobre o comportamento da demanda agregada. Com o advento da *Teoria Geral*, Keynes elucidou elementos essenciais para descrever a estrutura de economias monetárias de produção: a importância do tempo histórico; assimetrias entre os agentes e o papel decisivo das decisões capitalistas sobre o processo produtivo; os efeitos da incerteza e das expectativas sobre a tomada de decisão dos agentes; o estabelecimento de uma teoria geral dos ativos e da composição do portfólio, envolvendo o conceito de preferência pela liquidez.

De acordo com Keynes, a preferência pela liquidez deve ser entendida sob a perspectiva de uma teoria de composição de ativos por parte dos agentes. Ou seja, qualquer ativo poderia ser mensurado em termos relativos a partir de uma taxa própria

de juros. Por meio desse entendimento e da contribuição posterior de Minsky, pode-se avançar no sentido de se incorporar o papel de estrutura de dívidas e de compromissos de pagamentos em moeda sobre a análise do ciclo econômico, permitindo compreender com maior profundidade a dinâmica de alocação de ativos e de estruturação de obrigações por parte dos agentes.

Para que uma decisão de gasto possa se concretizar por meio do financiamento, é fundamental a atuação dos bancos na promoção do *finance*, fundo rotativo que garante a expansão inicial do crédito. Na visão de Keynes, a poupança é definida *ex post*, na forma de geração de renda oriunda de uma decisão prévia de gasto e sua utilidade se traduz por meio da criação do *funding*, que consiste na mobilização de recursos para garantir a consolidação do investimento no longo prazo. Nesse sentido, os bancos podem ser entendidos como agentes estratégicos ao viabilizar os recursos para a decisão de gasto dos agentes e, por consequência, para promover a geração de emprego e renda.

A análise dos bancos em economias monetárias de produção destaca a centralidade dessas instituições no financiamento e na determinação do nível do emprego e da renda. Sob esse arcabouço teórico, Minsky agrega em sua análise a dinâmica existente no funcionamento das tomadas de decisões dos agentes envolvendo empréstimos e estruturação de obrigações, bem como o papel dos fluxos de rendas esperadas para o sustento dos compromissos financeiros. Isto posto, a fragilidade ou robustez de uma estrutura financeira - sobre a qual depende a estabilidade cíclica da economia - emerge a partir dos empréstimos oferecidos por bancos. Essas instituições, enquanto agentes responsáveis pelo financiamento de decisões de gastos, também contribuem para a forma com que os agentes tomadores consolidam as obrigações para honrar os compromissos de empréstimos, sendo que esse processo deriva diretamente das expectativas dos bancos e do *trade off* rentabilidade e liquidez. Ou seja, configura-se assim um *modus operandi* essencialmente especulativo uma vez que o estado de expectativas pode não se confirmar, bem como existir uma reversão na postura dos bancos na forma de retração de operações de crédito ante a preferência por alocação de recursos em ativos com maior grau relativo de liquidez.

Assim, esta tese destacou a atuação dos bancos públicos no sentido de que o comportamento dessas instituições pode contribuir para um melhor funcionamento do sistema de financiamento, visto que essas instituições atuam de forma mais efetiva quanto à disponibilização de crédito aos agentes, mitigando a instabilidade associada à ruptura dos recursos para o financiamento do gasto por parte dos bancos em geral, além

de também garantir o financiamento de segmentos não contemplados pela atuação do mercado privado de crédito. Ademais, foi possível observar que a atuação dos bancos públicos pode ser pensada de uma forma mais abrangente, na medida em que essas instituições contribuem de maneira importante para contrapor e atenuar a incerteza e a instabilidade inerentes às economias capitalistas.

Posteriormente, estudou-se a evolução do sistema financeiro nacional entre as décadas de 1960 e 2010, com destaque para a atuação dos bancos e o papel do crédito na economia brasileira. Observou-se que, por décadas, o financiamento da economia brasileira permaneceu fortemente dependente de fontes oficiais de crédito e de recursos externos, sem o desenvolvimento interno de um mercado de capitais ou de um sistema financeiro com os bancos promovendo o acesso ao crédito de forma plena. Além disso, com os anos de alta inflação, a postura dos bancos se deu no sentido do aumento da preferência pela liquidez em relação à composição de sua carteira de ativos, por meio da estruturação de aplicações em títulos da dívida pública. Portanto, constatou-se a existência de um desempenho insuficiente do sistema financeiro na concessão do crédito.

Com o advento das reformas da década de 1990, iniciaram-se programas que abrangeram desde a privatização de bancos estaduais ao saneamento patrimonial de bancos públicos, bem como o estimulo ao ingresso de instituições estrangeiras no sistema financeiro nacional, o que, por sua vez, não logrou mudanças no *modus operandi* do sistema financeiro, marcado por um elevado grau de preferência pela liquidez por parte dos bancos, com a prioridade sobre aplicações em títulos públicos *vis-à-vis* a concessão de crédito.

Somente a partir de meados da década de 2000 é que os bancos privados modificaram o seu perfil de aplicação de ativos, expandindo suas operações de crédito, embora sob taxas menores do que o aumento das aplicações de recursos em ativos mais líquidos. A contração do crédito privado, em meio à crise financeira de 2008, levou o governo a estruturar uma estratégia de enfrentamento dos seus efeitos, por meio da atuação conjunta e anticíclica dos bancos públicos federais - Banco do Brasil, CAIXA e BNDES – em um movimento que se estendeu até meados da década de 2010.

Depreende-se assim que a atuação dos bancos no sistema financeiro nacional se estruturou, historicamente, por meio da aplicação de recursos em ativos de elevada liquidez à revelia do crédito que sempre ocupou papel secundário na composição dos ativos dos bancos privados. Destarte, coube aos bancos públicos, em diferentes

momentos da história, garantir uma maior presença do crédito para promover o financiamento da economia brasileira.

Para entender os elementos que norteiam a atuação dos bancos públicos e a atuação proeminente dessas instituições na concessão do crédito, a presente tese avançou no estudo da institucionalidade do sistema de financiamento público no Brasil, organizado a partir de bancos públicos que atuam na gestão de recursos mobilizados por meio de fundos públicos, bem como a partir de regras que permitem a exigibilidade de recursos e o direcionamento de crédito para o financiamento de setores específicos.

Ao analisar a institucionalidade dos fundos públicos, observou-se que a forma com que as regras foram desenvolvidas permite a compatibilidade entre os fluxos de arrecadação e de saques associados às finalidades de cada fundo – no caso do FGTS e do FAT – o que viabiliza que a estrutura de compromissos esteja consolidada no longo prazo e o direcionamento de crédito para o financiamento da economia. Em adicional, também se destaca o papel da CAIXA e do BNDES tanto como agentes gestores e operadores de cada fundo como agentes financeiros na consolidação do financiamento da habitação e do saneamento básico – no caso do FGTS – e no financiamento de longo prazo – no caso do FAT.

No caso específico dos Fundos Constitucionais, observou-se, novamente, estabilidade em termos de mobilização dos recursos, uma vez que são oriundos de parte da arrecadação de impostos federais, a partir de uma determinação estabelecida na Constituição Federal de 1988, o que é fundamental para permitir o financiamento de atividades produtivas nas regiões Nordeste, Norte e Centro-Oeste – com o papel central do Banco do Nordeste, do Banco da Amazônia e do Banco do Brasil na consolidação dos recursos e no direcionamento para operações de crédito.

No que concerne aos mecanismos de direcionamento de crédito, observou-se que a CAIXA e o Banco do Brasil se estruturaram como os principais bancos na mobilização de recursos oriundos dos depósitos de poupança, depósitos à vista ou letras de crédito para o financiamento da habitação e do crédito rural, respectivamente.

Na sequência, após as discussões associadas à estruturação do sistema financeiro no Brasil e do aprofundamento da análise sobre o desenvolvimento da institucionalidade do sistema de financiamento público no Brasil, a presente tese buscou estudar o comportamento dos bancos atuantes no sistema financeiro nacional, por meio da analise dos balanços das instituições para o período entre 1994 e 2018, a fim de se buscar evidências no sentido da existência de uma lógica distinta no tocante às operações de

crédito entre os bancos privados e os bancos públicos – no caso, Banco do Brasil, BNDES e CAIXA.

Concluiu-se, do ponto de vista das operações ativas, a predominância, no caso dos bancos privados, de alocação de recursos em ativos marcados por elevado grau de liquidez. Mesmo na segunda metade da década de 2000, quando se observou uma expansão das operações de crédito por parte dos bancos privados – em um cenário de crescimento econômico virtuoso com retomada do emprego e da renda – a participação relativa de aplicações em títulos e valores mobiliários ou aplicações financeiras de liquidez permaneceu majoritária sobre o total do ativo das instituições financeiras privadas em seu conjunto, o que denota não apenas um maior grau relativo de preferência pela liquidez em relação às aplicações, mas também uma postura ativa na busca do aumento da rentabilidade dos seus recursos em meio à operacionalidade da política macroeconômica no Brasil.

Em relação às operações passivas, os recursos captados pelos bancos privados se caracterizaram pela predominância de depósitos interfinanceiros ou de obrigações por operações compromissadas. Ou seja, há uma predominância de um *funding* de curto prazo na composição da estrutura de obrigações do sistema financeiro privado que reflete a dinâmica das operações interbancárias, bem como a própria relação dos bancos com o Tesouro Nacional e outros agentes financeiros da economia no tocante aos compromissos de recompra de títulos da dívida pública.

A análise do comportamento dos bancos públicos no período em tela possibilitou algumas percepções. O Banco do Brasil, após uma trajetória de diminuição de participação do crédito no total de ativos na década de 1990, iniciou, na década de 2000, um processo de inflexão, com a expansão de operações de crédito livre – em menor intensidade que os bancos privados – e de crédito direcionado. Esse movimento se acentuou no pós-crise de 2008 e se estendeu até 2014 – enquanto que os bancos privados passaram por uma trajetória de retração do crédito – no ápice da crise financeira de 2008 - e de uma tendência de estagnação nos anos subsequentes. A partir de 2015, tanto Banco do Brasil quanto os bancos privados passaram por uma redução da participação do crédito sobre o ativo, com o crescimento da participação das aplicações financeiras de liquidez – no caso do Banco do Brasil e dos bancos privados – e dos títulos e valores mobiliários – no caso dos bancos privados – sobre o total do ativo. No caso do passivo, verificou-se o papel dos mecanismos públicos de mobilização de recursos, com uma maior proeminência do papel da captação de recursos via depósitos –

poupança, depósitos à vista e depósitos a prazo – e o posterior direcionamento para o financiamento rural.

O BNDES, dentro do seu papel de banco de desenvolvimento, foi a instituição que apresentou o comportamento mais distinto quando comparado com os bancos privados, no tocante ao crédito. Na década de 1990, enquanto os bancos privados tiveram uma estagnação do papel do crédito, o BNDES teve um papel mais ativo ao financiar o setor privado no processo de aquisição de empresas privatizadas ou nos processos de concessões de serviços públicos. Na primeira metade da década de 2000, pode-se falar que a taxa de crescimento do crédito privado foi superior ao observado no BNDES, fato que se alterou substancialmente na segunda metade da década, sobretudo a partir da crise financeira de 2008. Enquanto o BNDES expandiu o crédito e os investimentos, - tendo um papel anticíclico decisivo na economia brasileira - os bancos privados tiveram um aumento em sua preferência pela liquidez. O crescimento do crédito do BNDES se estendeu até 2014 e, a partir de 2015, houve uma retração do crédito generalizada, seja no caso do BNDES ou no caso dos bancos privados.

No que tange ao passivo, o BNDES passou por três períodos distintos: entre 1994 e 2007, o *funding* foi composto principalmente pelo estoque de recursos do fundo PIS-PASEP e do FAT. A partir de 2008, no âmbito da crise financeira de 2008, intensificaram-se os empréstimos do Tesouro Nacional junto ao BNDES – fonte alternativa de composição do *funding* do banco – em um movimento que se estendeu, pelo menos até 2014, consolidando esses recursos como principal fonte de *funding* do banco. Nota-se, portanto, a importância da estrutura do sistema de financiamento público na composição do passivo do BNDES.

Ao se comparar a CAIXA com os bancos privados, nota-se que, na década de 1990, o papel do crédito nas aplicações do banco era significativamente maior, com uma trajetória de expansão – ante a estagnação observada no caso dos bancos privados. Na primeira metade da década de 2000, como consequência do PROEF, além da redução abrupta da participação do banco sobre o total de crédito do sistema, o ativo do banco se reorientou para títulos e valores mobiliários. Nesse período, os bancos privados vivenciaram um período de crescimento do crédito e também de aplicações interfinanceiras de liquidez e títulos e valores mobiliários. A partir de meados da década de 2000, a CAIXA voltou acelerar as concessões de crédito, sobretudo no ápice da crise financeira de 2008 quando o banco intensificou sua atuação tanto no financiamento da habitação quanto de empréstimos – diferentemente dos bancos privados que retraíram

participação do crédito e intensificaram a de ativos de maior liquidez de suas carteiras. Na primeira metade da década de 2010, a CAIXA permaneceu com níveis elevados de crescimento da carteira de crédito habitacional. Nos anos subsequentes, tanto a CAIXA quanto os bancos privados reduziram a participação do crédito sobre o ativo, enquanto houve um aumento de aplicações interfinanceiras de liquidez – no caso da CAIXA, em atendimento às novas orientações de política por parte do governo - e de títulos e valores mobiliários – no caso dos bancos privados, em atendimento as estratégias de negócios.

Do ponto de vista do passivo da CAIXA, os recursos do FGTS sempre ocuparam um papel decisivo na composição do balanço do banco, juntamente com os recursos oriundos dos depósitos de poupança. A existência da institucionalidade relacionada ao FGTS, bem como ao direcionamento dos recursos captados por intermédio dos depósitos de poupança, garantiram um *funding* estável e de prazo longo de maturação ao banco, por todo o período analisado.

Em linhas gerais, conclui-se que, sob diferentes especificidades, os bancos públicos atuam no sentido de promover uma melhora do sistema de financiamento no Brasil, observada por meio da maior participação das operações de crédito sobre o total do ativo dessas instituições, quando comparadas com os bancos privados. Ademais, tais instituições configuram um sistema de financiamento público formado pela atuação coordenada com fundos públicos e com mecanismos de mobilização de recursos. Essa estrutura permite que os bancos públicos se consolidem como agentes decisivos no financiamento da economia como um todo, de setores específicos pouco contemplados pelo funcionamento normal do mercado privado de crédito, além de amenizar o processo de instabilidade derivada da ruptura de crédito gerada por bancos privados, o que ficou evidente na crise financeira de 2008 e nos anos subsequentes.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA. J.S.G. **Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80**. Tese de doutorado. Campinas: UNICAMP, IE, 1994.

AMITRANO, C. R. O tratado sobre a moeda e a Teoria Geral de Keynes: continuidades e rupturas. **Encontro ANPEC**, 2005.

ANDRADE, R.; DEOS, S. A trajetória do Banco do Brasil no período recente: banco público ou banco estatal privado. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 13, p. 1, 2009.

ARAUJO, V; CINTRA, M.A.M. O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira. **Texto para Discussão** 1604, Brasília: IPEA, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Balancetes**. Vários Anos. Disponível em https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sistemacosif

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas do Sistema Financeiro da Habitação**. Vários Anos. Disponível em https://www.bcb.gov.br/SFHESTAT

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas do Sistema Nacional de Crédito Rural**. Vários Anos. Disponível em https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/creditorural

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries Temporais**. Vários Anos. Disponível em https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries

BANCO DA AMAZÔNIA. FNO. **Demonstrações Financeiras**. Vários Anos. Disponível em https://www.bancoamazonia.com.br/index.php/sobre-o-banco/fno

BANCO DO BRASIL. **Informações Financeiras**. Vários Anos. Disponível em https://ri.bb.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/

BANCO DO BRASIL. FCO. **Demonstrações Financeiras**. Vários Anos. Disponível em https://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/setor-publico/governo-federal/desenvolvimento-socioeconomico/fundo-constitucional-de-financiamento-do-centro-oeste#/

BANCO DO NORDESTE DO BRASIL. FNE. **Demonstrações Financeiras**. Vários Anos. Disponível em https://www.bnb.gov.br/fne

BANCO MUNDIAL. World Development Indicators Database. **Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) - Brazil**. Disponível em: https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=BR

BELLUZZO; L.G.M; ALMEIDA, J.S.G. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BELLUZZO; L,G.M. **O tempo de Keynes nos tempos do capitalismo**. São Paulo. Editora Contracorrente, 2016. ISBN: 978-85-69220-18-3.

BNDES. **Informações Financeiras**. Vários Anos. Disponível em https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/relacoes-com-investidores/informacoes-financeiras

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Central de Resultados**. Vários Anos. Disponível em http://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/relacoes-com-investidores/central-resultados/Paginas/default.aspx

CARNEIRO, R. M. O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico). **Texto para Discussão**. IE/UNICAMP, n. 167, set. 2009.

CARVALHO, F. J. C. O Caminho da Revolução: O *Treatise On Money* na Revolução keynesiana. In: CARVALHO, F. J. C. Fernando et al. **Ensaios de Teoria Pós-Keynesiana**, Fortaleza, EUFC. p. 41-53, 1987

CARVALHO, F. J. C.. **Mr. Keynes and the post keynesians**. Cheltenham: Edward Elgar.

CARVALHO, F. J. C. On the nature and role of financial systems in Keynes's entrepreneurial economies. **Journal Of Post Keynesian Economics**, vol. 39, n.3, p.287–307, 2016.

CHICK, V. **The theory of monetary policy**. Oxford: Basil Blackwell, 1979.

CHICK, V. **Macroeconomics after Keynes**. Cambridge, Mass: MIT, 1983.

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, p. 321-346, 2006.

CINTRA, M. A. M. Transformações institucionais do sistema bancário brasileiro. Relatório 1 do Subprojeto VIII Crédito Bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais. Pesquisa BNDES, CECON – Instituto de Economia/Unicamp, mar. 2007.

CORAZZA, G. KREMER, R.L. Friedman e o monetarismo: A Velha Teoria Quantitativa da Moeda e a Moderna Escola Monetarista. **Analise Econômica**. Ano 21, n° 39, março, 2003 - Porto Alegre, Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, 2003.

CORREA, V. P**. A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de longo prazo ao investimento**. Tese de doutorado. Campinas: UNICAMP, IE, 1994.

COSTA, F.N; DEOS, S.S. Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira. **Análise Econômica**, UFRGS, Porto Alegre, Ano 20, nº 38, 2002.

CURRALERO, C. R. B. **A atuação do sistema BNDES como instituição financeira de fomento no período 1952-1996**. 1998. Dissertação (Mestrado)-Unicamp, Campinas, 1998.

CRUZ, P.R.C.D. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos 80. **Texto para Discussão** n. 24. Campinas: IE, UNICAMP, 1993.

CRUZ, P.R.C.D. Notas sobre o financiamento da economia brasileira do após guerra. **Economia e Sociedade**, n° 3, IE/UNICAMP. 1994.

DAVIDSON, P. **Keynes's finance motive**. Oxford Economic Papers, mar, 1965.

DAVIDSON, P. **Money and the real world**. 2.ed. London: Macmilian, 1978.

DEOS, S. & A. R. MENDONÇA. Aspectos teóricos e institucionais: uma proposta de delimitação conceitual de bancos públicos. JAYME JR, F. G. & M. CROCCO (Orgs) **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.

FERRARI FILHO, F. Teoria Monetária de Keynes. **Analise Econômica**, nº13, ano 08, UFRGS, Porto Alegre, 1990.

FAT. **Demonstrações contábeis do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço**. Vários Anos. Disponível em https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/fundos-governamentais/fundo-de-amparo-ao-trabalhador-fat

FERREIRA, A.N. Controvérsias sobre a macroeconomia de Keynes e seus possíveis fundamentos microeconômicos**. Nova Economia.** Belo Horizonte, v. 28, n. 1, p. 155-180, Apr. 2018.
Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512018000100155&lng=en&nrm=iso

FGTS. **Relatórios e Demonstrações**. Vários anos. Disponível em http://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/relatorio-demonstracao.aspx

FREITAS, M. C.P. Transformações institucionais do sistema bancário brasileiro. Relatório do Projeto de Pesquisa – **O Brasil na era da globalização**: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES, 2007 (mimeo).

FREITAS, M. C.P; PRATES, D.M.. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Economia e Sociedade**, n. 17. Campinas: IE/UNICAMP, p.81-111, 2001.

FREITAS, M. C.P. Abertura do sistema financeiro brasileiro ao capital estrangeiro, in: FREITAS, M. C.P. (Org.) **Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90**. São Paulo: Edições Fundap e Fapesp/Brasília, DF: Ipea/Seplan, p.101-173, 1999.

FREITAS, M.C.P. Política financeira, fragilidade e reestruturação bancária. In: CARNEIRO, R. *et al*. **Gestão estatal no Brasil**: armadilhas da estabilização 1995-1998. São Paulo: Edições Fundap, 2000. p. 235-295.

HICKS, J. **Mr. Keynes And The "Classics"**: A Suggested Interpretation. Econometrica v.5, p. 147-159, 1937

KAHN, R. Some notes on liquidity preference. In: **Selected essays on employment and growth**. Cambridge: Cambridge University, 1972.

KEYNES, J. M..A **Treatise on Money**. London: Macmillan. Collected Works of John Maynard Keynes, CW, V, Vl, 1971.

KEYNES, J.M. **The General Theory of Employment, lnterest and Money**. London: Macmillan. Edição brasileira Abril Cultural, Os Economistas, São Paulo, 1983.

KEYNES, J. M. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. London: Macmilian/ Cambridge: Cambridge University, 1971.

KREGEL, J. A note on finance, liquidity, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, 1986.

KREGEL, J. Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility. **Journal of Economic Issues**, Nebraska, vol. XXXI, n.2, june 1997.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Government ownership of banks. **The Journal of Finance**, v. LVII, n. 1, Feb. 2002.

MACEDO E SILVA, A.C. **Macroeconomia sem equilíbrio**: dois ensaios e um livro texto. Tese de Doutorado, Instituto de Economia, UNICAMP, 1994.

MELO, L.P.A; RODRIGUES, D.A; MELO, L.C.G; FERREIRA, L.B. O Fundo de Amparo ao Trabalhador e o BNDES: trinta anos da Constituição Federal. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 25, n. 50, p. 7-58, dez. 2018

MENDONÇA, A.R.R; DEOS, S.S. Beyond the market failure argument: Public Banks as stability anchors. In: Christoph Scherrer. (Org.). **Public Banks in the Age of Financialization**. 1º ed.Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2017, v. 1, p. 1-288.

MILL, J. S. **Princípios de Economia Política - Com algumas de suas aplicações à Politica Social**. Abril, 1983.

MOLLO, M. de L. Por uma dinâmica monetária e financeira menos excludente. In: SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; RENAUT, M. **Novo desenvolvimentismo**: um projeto nacional de crescimento com equidade social. Barueri: Manole/Konrad Adenauer, 2005.

MINSKY, H. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University, 1975.

MINSKY, H. **Can 'it' happen again?** Armonk: M. E. Sharpe, 1982.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University, 1986.

MORA, M. A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010. **Texto para Discussão**, nº 2022, IPEA, Rio de Janeiro, janeiro, 2015.

OLIVEIRA, G. **O desempenho do sistema bancário no Brasil no período recente (2007-2015)**. Relatório de Pesquisa. Campinas: IPEA, 2016.

PAULA, L.F; ALVES JR, A.J. Comportamento dos Bancos e Ciclo de Crédito no Brasil em 2003-2016: Uma análise pós-keynesiana. In. **Anais do X Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. Brasília, UnB, 2017.

PRATES, D.M. Bancos e ciclo de crédito: da estabilização à crise financeira. In: MARCOLINO, L,C; CARNEIRO, R. (Orgs.) **Sistema Financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda. 1ª ed. 2010.

PRATES, D.M; BIANCARELLI, A.M. Panorama do ciclo de crédito recente: condicionantes e características gerais. Subprojeto Mercado de Crédito Bancário. Projeto **Perspectiva da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos**. Pesquisa BNDES, CECON – Instituto de Economia/Unicamp, set, 2009.

PROCHNIK, M. Fontes de recursos do BNDES. **Revista do BNDES**. v. 2, n. 4, p. 143-180, 1995.

RICARDO, D. **The Works and Correspondence of David Ricardo**. Org. P. Sraffa (1951-1973) com a colaboração de M. Dobb. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.

SAY, J. B. **Tratado de Economia Politica**. São Paulo: Abril, 1983.

SMITH, A. **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**. Clarendon Press. Oxford, 1976.

SILVA, F.L. As mudanças no padrão de gestão do Banco do Brasil: uma análise crítica de seus fundamentos. **Planejamento e Políticas Públicas**, n. 34, IPEA, jan-jun/2010.

SILVINIK, A. FEIL, F. CAIXA, BB e BNDES – Notas sobre sua evolução patrimonial recente. In. **Anais do X Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. Brasília, UnB, 2017.

STUDART, Rogério. **Investment finance in economic development**. London, Routledge, 1995.

TAVARES, M.C. O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. In. BELLUZO, L.G.M; COUTINHO, R (Org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil:** ensaios sobre a crise. Campinas: UNICAMP. IE, 4ª ed, v.2, 1998.

TORRES FILHO, E.T. Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: PINHEIRO; OLIVEIRA FILHO (Org.). **Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/Anbid, 2007.

VIDOTTO, C. A. Dimensão pública e privada de uma estatal financeira: o Banco do Brasil no auge e declínio cíclicos. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Rio de Janeiro, n. 1. p, 159-187, 1997

VIDOTTO, C. A. **O sistema financeiro brasileiro nos anos noventa**: um balanço das mudanças estruturais. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 2002 (Tese de doutoramento).

YEYATI, E.; MICCO, A.; PANIZZA, U. A reappraisal of state-owned banks. **Economía,** v. 7, n. 2, p. 209-247, Spring 2007.

ZINI JR., A. **Uma avaliação do setor financeiro no Brasil: da reforma de 1964/66 à crise dos anos oitenta**. Dissertação de Mestrado. Campinas: UNICAMP.IFCH, 1982. 374p.

ZYSMAN, J. **Governments, Markets and Growth**. Ithaca, Cornell University Press, 1983.