



**LUIZ FERNANDO
DE PAULA**
ECONOMISTA





EQUILÍBRIO DISTANTE

NOTA SOBRE A INSTABILIDADE FINANCEIRA NACIONAL



“A estabilidade – ou tranquilidade – em um mundo com passado cíclico e instituições financeiras capitalistas – é instabilizante”
Hyman Minsky (1982, p. 101)

O economista pós-keynesiano Hyman Minsky, conhecido “profeta” da crise financeira global, lançou em 1982 seu instigante livro *“Can ‘It’ Happen Again?”*. O “it” nesse caso era a “grande crise”. Ele acreditava que, embora economias capitalistas com sistemas financeiros desenvolvidos – como a norte-americana – têm uma tendência crescente de fragilidade financeira, a “grande crise” não iria acontecer em função da forte regulamentação do sistema financeiro então existente e o papel ativo anticíclico do governo. (Sabemos, contudo, que ela veio a acontecer em 2008 em decorrência da combinação de um período de “grande moderação” com intensa desregulação financeira que permitiu a criação de uma série de inovações financeiras “exóticas”.)

Minsky (1982) elaborou um modelo teórico que ficou conhecido como “hipótese de fragilidade financeira”, segundo o qual as flutuações cíclicas da economia resultam da maneira como as firmas financiam suas posições de carteira (empresas financiam seus ativos com obrigações com maturidade mais curta), com a fragilidade de se elevando em períodos de crescimento devido ao aumento do número de agentes com posturas especulativas e Ponzi. Isto ocorre porque a própria dinâmica do processo de crescimento leva as firmas a

se tornarem crescentemente endividadas para expandir produção e investimento, e as famílias a se endividarem para dar sustentação ao consumo de bens e serviços. Deste modo, existe uma tendência inerente das estruturas financeiras capitalistas em se moverem de estado de robustez para um estado de fragilidade ao longo do tempo. Isso ocorre em função das mudanças nas expectativas dos agentes ao longo do ciclo econômico, e a forma como esta mudança é transmitida através do sistema financeiro.

Enquanto as unidades *hedge* se caracterizam por suas posturas conservadoras, com margem de segurança positiva para qualquer aumento provável na taxa de juros, unidades “especulativas” são aquelas que, nos períodos iniciais de um projeto de investimento, seus lucros esperados não são suficientes para pagar a totalidade do principal da dívida (os compromissos de pagamento referentes às dívidas excedem a renda bruta esperada), pois espera-se que nos períodos seguintes os agentes obtenham um excesso de receita que compense as situações iniciais de déficit; por isso, tais unidades necessitam de refinanciamento de parte das obrigações. Esse padrão de financiamento é típico de economias dominadas por euforia. Já as unidades “Ponzi” são um caso extremo de unidade especulativa, em que no futuro imediato seus lucros não são suficientes nem mesmo para pagar o valor dos juros devidos, tornando necessário tomar mais empréstimos para cumprir seus compromissos financeiros. Uma economia em que predominam unidades especulativas e Ponzi, o grau de fragilidade financeira é

elevado, uma vez que qualquer choque mais relevante na economia – por exemplo, uma elevação mais acentuada na taxa de juros – pode levar a uma crise.

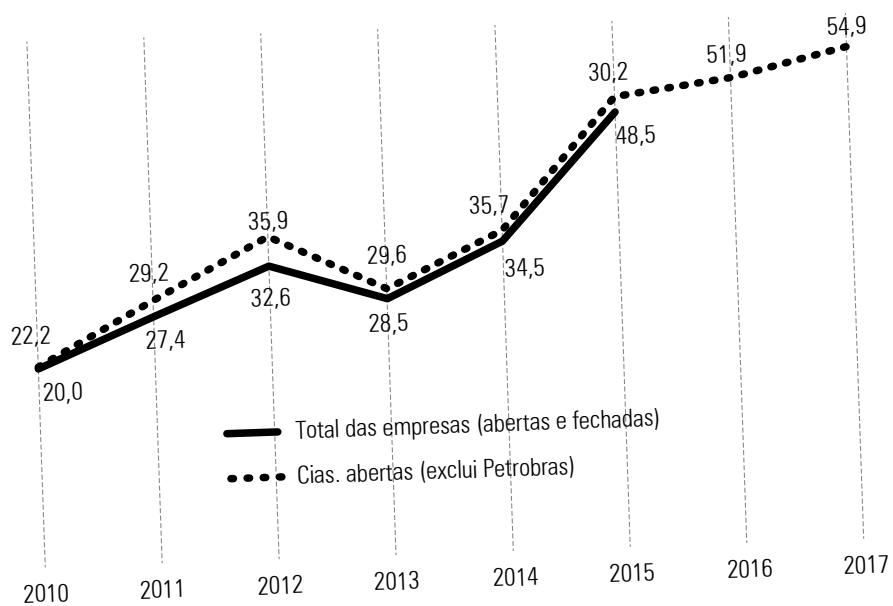
Cabe destacar que, nesta abordagem, os bancos têm um papel importante no comportamento do ciclo econômico: seja acomodando a demanda por crédito na fase expansionista do ciclo e assim sancionando o declínio das margens de segurança das firmas (diferença entre os lucros esperados e os compromissos financeiros em cada período de tempo), pois um período de tranquilidade aumenta a confiança das firmas e intermediários financeiros e reduz o valor atribuído a liquidez; seja contraindo as operações de crédito na fase contracionista do ciclo, em função da maior preferência pela liquidez em contexto de desaceleração econômica, podendo ampliar a crise já que tal comportamento dificulta a rolagem das dívidas das empresas que se encontram com sua capacidade de geração de receitas deterioradas. No limite, o próprio balanço dos bancos fica comprometido, em função tanto do crescimento da inadimplência por parte dos tomadores de crédito quanto da diminuição nos preços dos colaterais dados em garantia, deteriorando a qualidade da carteira de crédito dos bancos, podendo assim criar condições para uma crise bancária sistêmica.¹

Um estudo contábil feito pela CEMEC (2016) mostra que a economia brasileira está passando por uma “crise” tipicamente minskyana: de 2013 para junho de 2016, a porcentagem de companhias abertas (excluindo Petrobras) cuja geração de caixa não cobre as despesas financeiras da dívida ($Ebitda/DF < 1$) aumentou de 29,6% para 54,9%; ou seja, mais de 50% das S.A.



GRÁFICO 1

PERCENTUAL DAS EMPRESAS COM EBITDA*/DESPESA FINANCEIRA < 1

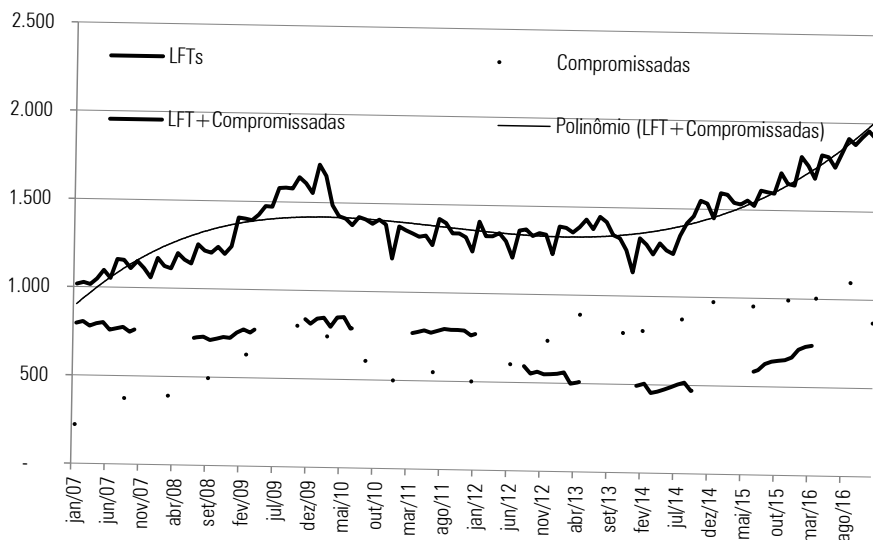


Fonte: CEMEC (2016, p. 28)

(*) EBITDA é a sigla de "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization", que significa "Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização".

GRÁFICO 2

SALDO DAS LFTs E DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BCB (R\$ MILHÕES*)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil
 (*) Valores deflacionados pelo IGP-DI para dezembro de 2016.

GRÁFICO 3

TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO VOLUME DE CRÉDITO* (%) - 2008/2016



Fonte: Cálculos do autor com base em dados do BCB (inclui crédito livre e direcionado)
 (*) Taxa de crescimento em relação aos valores dos 12 meses anteriores. Valores deflacionados pelo IGP-DI para dezembro de 2016.

encontram-se com uma estrutura Ponzi de financiamento, em função dos efeitos combinados da recessão, desvalorização cambial e menor geração de caixa das vendas. Em 2016, apesar do alívio parcial da valorização cambial, a combinação de forte recessão com juros elevados não permitiu aliviar a situação das firmas. Assim, o elevado comprometimento de receita com dívida torna os devedores mais vulneráveis a choques que podem reduzir sua capacidade de geração de caixa, e, conseqüentemente, comprometer sua capacidade de honrar seus compromissos.

O Gráfico 1 mostra o percentual das empresas com a relação Ebitda/despesa financeira menor que 1; isto é, empresas que apresentam geração de caixa inferior ao valor das despesas financeiras. Fica claro a tendência de elevação neste percentual no período 2010/2016, como também o forte aumento ocorrido em 2015, ano em que houve um intenso processo de ajuste contracionista na economia brasileira, combinando elevação na taxa de juros (de 11,8% a.a. em janeiro/2015 para 14,2% em agosto/2015), forte desvalorização cambial (45% de desvalorização nominal em 2015), correção nos preços administrados (energia e gasolina) e redução nos gastos públicos. Isso sugere que o ajuste ortodoxo de 2015 acabou por asfixiar financeiramente uma boa parte das empresas brasileiras, devido à diminuição das vendas em contexto de aguda recessão e elevação no custo da dívida em função da elevação nos juros e do efeito da desvalorização cambial sobre dívidas em moeda estrangeira.

Acrescente-se, ainda, que o comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida cresceu de 18,4% em janeiro de 2005 para 46,2% em janeiro de 2015, no contexto de um vigoroso ciclo de crédito, vindo a declinar a partir do final de 2015, atingindo 42,1% em dezembro de 2016, o que evidencia um gradual processo de desalavancagem em curso, em que famílias e empresas adiam gastos com consumo e investimento.² Esse processo de desalavancagem (redução de endividamento por parte dos devedores) só não foi maior porque o comprometimento de renda do setor privado não financeiro com serviço da dívida não reduziu, tendo-se mantido em 2016 ao redor de 22%, sendo o sétimo percentual mais elevado com o comprometimento da renda de um grupo de 32 países emergentes e desenvolvidos (Lima, 2016, p. 3).

Neste contexto, há de se perguntar por que não se configurou uma “grande crise financeira” no Brasil em função do quadro de uma recessão aguda e prolongada (crescimento médio do PIB negativo em 3,7% em 2015/16) e da elevada alavancagem dos agentes. A resposta não é trivial e requer que se considere dois fatores: a forte financeirização da economia brasileira e a forma de ajustamento do setor bancário no contexto da crise econômica atual.

No que se refere a financeirização – entendida como “o aumento do papel dos motivos financeiros, mercados financeiros, atores financeiros e instituições financeiras nas operações de economias

nacionais e internacionais” (Epstein, 2005, p. 3) ou ainda “um padrão de acumulação no qual a realização de lucros ocorre crescentemente através de canais financeiros ao invés do comércio e produção de mercadorias” (Krippner, 2005, p. 174) – deve-se destacar a permanência de um circuito de “overnight” na economia brasileira, herdada do período de alta inflação, mas mantido no pós-real, para onde são canalizadas as aplicações de alta liquidez dos agentes econômicos (firmas, bancos e indivíduos), que compensam, ao menos parcialmente, as perdas nas suas receitas.

De fato, a forte elevação na taxa de juros a partir do final de 2014 por parte do BCB, 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 à Selic – as Letras do Tesouro Nacional (LFTs), que, por terem *duration* de um dia, são livres desse risco.³ Assim, o crescimento dos saldos das LFTs – títulos públicos indexados à taxa Selic – somada às operações compromissadas do Banco Central do Brasil (BCB) (operações de compra ou venda de títulos públicos com compromisso de revenda ou recompra em uma data futura) foi de 54,1% em termos reais de junho de 2014 a dezembro de 2016 (Gráfico 2). Acrescente-se ainda que a dívida pública bruta – conceito que exclui dívida mobiliária na carteira do BCB e inclui suas operações compromissadas – cresceu de 52% do PIB em abril de 2014 para 69,6% em dezembro de 2016 (BCB, 2017).

Já no que tange ao comportamento do setor bancário, observa-se uma combinação entre aguda retração na oferta de crédito – cuja taxa de crescimento real em relação a 12 meses anteriores despenca a partir de meados de 2015 (ver Gráfico 3) – acompanhado de maior seletividade na oferta de crédito,⁴ aumento na participação das aplicações em títulos e valores mobiliários dos bancos no total do ativo e forte aumento no spread bancário:⁵ 12,6% em dezembro de 2014 para 18,3% em fevereiro de 2017 para pessoas jurídicas, e 37,3% para 62,3% no mesmo período para pessoas físicas (Gráfico 4).

Assim, os grandes bancos – que respondem por cerca de 90% do total dos ativos do setor – mantiveram sua lucratividade elevada em meio à crise econômica (o retorno sobre patrimônio líquido (ROE) do Itaú, Bradesco e Santander que já tinha se mantido elevado no 1º semestre de 2016, respectivamente 20,1%, 17,4% e 12,8%, passou para 21,8%, 18,2% e 15,9% no 2º semestre de 2017, conforme Pinheiro e Moreira, 2017), canalizando o excesso de liquidez para aplicações em títulos públicos e compromissadas que rendem equivalente à taxa Selic, ao mesmo tempo em que lucram com as altas margens no crédito, mesmo em um cenário de aguda contração na sua oferta. De fato, enquanto o aumento dos empréstimos no período de boom do crédito (2003-2014) se deu em detrimento de aplicações financeiras mais líquidas, como os títulos e valores mobiliários, a partir de 2014 observa-se um aumento da participação de títulos

GRÁFICO 4

SPREAD MÉDIO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSOS LIVRES (% A.A)



Fonte: Banco Central do Brasil

e valores mobiliários (em especial títulos públicos) no total do ativo pleno dos bancos em todos os segmentos por controle de capital (privado nacional, estrangeiro e público) (Gráfico 5). Como consequência dessa estratégia conservadora, as receitas com operações de crédito, que, em 2010, equivaliam a mais de 70% do total das receitas financeiras, caíram para o patamar de 50%, no fim do primeiro semestre de 2016, enquanto que as receitas com títulos e valores mobiliários se expandiram, de menos de 24% para 46% no mesmo período (Paula e Alves Jr, 2017).

Como não existe “almoço grátis” em economia, o ajuste dos bancos em contexto de crise econômica tem sido feito à custa do setor público, com sua dívida

crescente e perfil deteriorado.⁶ que efetua uma enorme transferência de renda para o setor não financeiro (os “rentistas”).

Assim, vivemos uma situação de “credit crunch” (crise no mercado de crédito) sem que se configure – surpreendentemente – uma crise bancária!⁷ A economia brasileira, todavia, fica agonizando, face à elevada dívida dos agentes (inclusive de governos estaduais) e forte redução na geração de caixa em meio a prolongada e aguda recessão. As medidas microeconômicas anunciadas no final de 2016 pelo governo federal – como o Programa de Regularização Tributária e a renegociação de dívidas do BNDES – proporcionaram algum alívio para a dívida das empresas, assim

como a liberação do saque de contas inativas do FGTS pode ajudar famílias endividadas,⁸ mas estiveram longe de resolver o problema da dívida já que não significaram um deságio maior nas dívidas. Além disso, seria fundamental restabelecer os fluxos de receita das empresas, com o aumento nas vendas (contudo, no momento atual nenhuma variável de demanda tem sido capaz de puxar de forma consistente as vendas), além do BCB reduzir de modo mais significativo a taxa de juros, o que permitiria recuperação mais rápida das margens de geração de caixa.

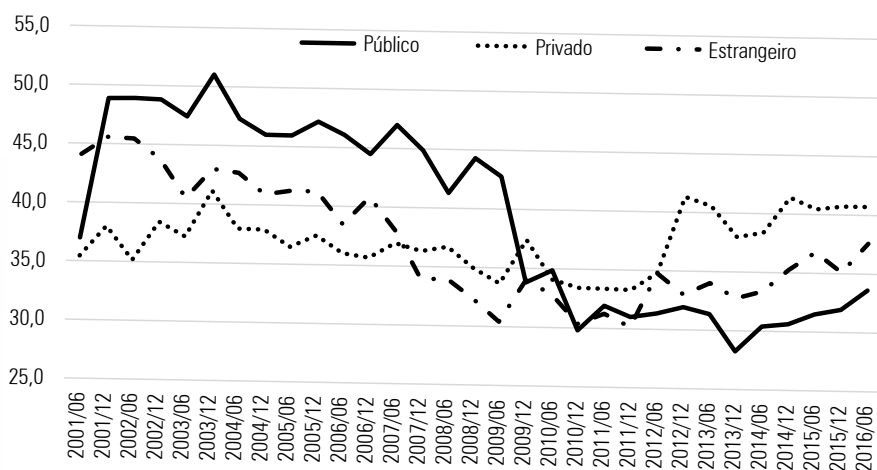
Um trabalho recente (IEDI, 2017, p. 11), a partir de dados do balanço patrimonial e das demonstrações financeiras de empresas com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conclui que “o desempenho das empresas indica que o setor privado buscou ao longo de 2016 e início de 2017 reduzir a sua exposição financeira, mitigando os prejuízos provocados pelos serviços das dívidas. Cabe ressaltar que as empresas sofreram impacto financeiro positivo – da apreciação do real e da estabilização da taxa de juros

em 2016 – sobre o estoque das dívidas em moeda estrangeira e nos fluxos de pagamentos dos encargos financeiros. Apesar de o ajuste realizado ter produzido alguma folga na rentabilidade líquida no período, prosseguiu a tendência de queda da lucratividade das atividades operacionais em 2016, especialmente das empresas industriais, em consonância com retração do mercado interno”.

Em circunstâncias como esta, em que as agentes estão procurando se desalavancar face à elevada dívida acumulada e queda nas receitas dos agentes (firmas e famílias), Minsky preconizava um papel ativo do que chamou de “Big Bank” e “Big Government”. O “Big Bank” é um banco central que intervém como emprestador de última instância, fornecendo liquidez para que os bancos possam conceder crédito às empresas, evitando assim que elas deixem de pagar seus empréstimos e fechem. Já o “Big Government” é o gasto governamental anticíclico com participação significativa na demanda agregada para conter a tendência à deflação de dívidas e forte redução na demanda privada (dada a desalavancagem e expectativas deterioradas dos agentes) que surge na crise. Mas dado o compromisso

GRÁFICO 5

PARTICIPAÇÃO DOS TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS NO ATIVO TOTAL (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2017).



institucional do governo federal com um ajuste fiscal baseado na contenção dos gastos públicos – sem considerar que a arrecadação fiscal é uma variável que ele em boa medida não controla –, é muito pouco provável que isto irá acontecer.

Assim, algum “alívio” só deverá vir com a redução da taxa de juros diminuindo muito gradualmente o peso de serviço da dívida, mas em face da demora da recuperação das variáveis de demanda doméstica, em especial consumo e investimento. Logo,

a economia brasileira ficará patinando por um bom tempo até poder se restabelecer, muito lentamente. ●

O autor é professor de Economia do IESP/UERJ e da FCE/UERJ
 luizpaula@terra.com.br

BIBLIOGRAFIA

BCB – Banco Central do Brasil, <https://www.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>, acesso em 01/07/2017.

CEMEC. “Endividamento das empresas brasileiras: metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016”. *Nota CEMEC* 06/2016, agosto de 2016.

Epstein, Gerard. “Introduction: Financialization and the world economy”. In Epstein, G. (ed.). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

Goulart, Josette. “Empresas renegociam dívida pela segunda vez”. *O Estado de S. Paulo*, 4/12/2016, p. B3.

Graner, Fabio, Simão, Edna, Jubé, Andréa e Peres, Bruno. “Pacote busca dar alívio para dívidas das empresas”. *Valor Econômico*, 16/12/2016, p. A3.

IEDI. “Lucratividade e endividamento das empresas em 2016 e no primeiro trimestre de 2017: o ajuste incompleto”. *Carta IEDI* no. 800, 11/08/2017.

Krippner, Greta. “The financialization of the American economy”. *Socio-Economic Review* 3: 173-208, 2005.

Lima, Daniela Cunha de. “Desalavancagem no setor privado não financeiro: a experiência internacional”. *Destaque DEPEC-Bradesco*, Ano XIII, no. 169, dezembro de 2016.

Minsky, Hyman. *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Armonk/New York: M.E.Sharp, 1982.

Paula, Luiz Fernando de. *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma Abordagem Keynesiana*. Rio de Janeiro: Campus, 2014.

Paula, Luiz Fernando de, e Alves Jr, Antonio José. “Comportamento dos bancos e ciclo do crédito no Brasil em 2003-2016: Uma análise pós-keynesiana”. Texto apresentado no X Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Brasília, 2017.

Pinheiro, Vinícius e Moreira, Talita. “Lucro de bancos privados sobe 17%, mas crédito patina”. *Valor Econômico*, 04/08/2017, p. C1.

World Bank. <http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/background/banking-crisis>, acesso em 30/12/2016.

NOTAS DE RODAPÉ

1. Para um aprofundamento do papel dos bancos no ciclo minskiano, ver Paula (2014), em especial Capítulo 2.

2. Segundo Lima (2016, p. 4), “para as circunstâncias iniciais nas quais nos encontramos, com uma desalavancagem de 4 p.p. por ano durante 3 anos, o país crescerá 1,9 p.p. abaixo da média do pré-período de alavancagem (de 2005 a 2015, excluindo os anos de variação de PIB negativa). Ou seja, ao crescimento passaria de em média 3,8% para algo como 1,9%.”

3. *Duration* é o tempo em que o capital retorna ao investidor para que este possa se reposicionar perante a nova taxa de juros de mercado. A *duration* da LFT é de um dia ou zero, dado que o título remunera o valor aplicado pela taxa de juros a cada dia, ou seja, é como se o investidor estivesse a cada dia (durante todo o prazo do título) reaplicando o principal e o juro ganho à nova taxa de juros de mercado. Para o demandante do título público, isso significa não haver risco de taxa de juros na detenção desse título, risco este que fica a cargo do emissor (Tesouro Nacional). O investidor tem, em princípio, a alternativa de resgatar a dívida no dia a dia, possuindo assim a garantia de liquidez imediata.

4. Segundo Goulart (2016, p. B3), a “exigência de novas garantias e aval dos sócios é, na maioria dos casos, condição para início de uma renegociação. Isso significa que, ao entrar em uma nova rodada, as empresas acabam tendo de fazer novas concessões, mais traumáticas”.

5. Spread bancário é a diferença entre a taxa de juros cobrada aos tomadores de crédito e a taxa de juros paga aos depositantes pelos bancos; ou seja, a diferença entre a remuneração que o banco paga ao aplicador para captar um recurso e o quanto esse banco cobra para emprestar o mesmo dinheiro.

6. A participação das LFTs – também conhecido como “papel da crise” (já que protege o investidor do risco de mercado) – no total da dívida pública federal, que era de mais de 50% em 2000/05, diminuiu gradualmente para cerca de 20% em 2014, vindo a se elevar a partir de meados de 2015, alcançando o percentual de 29,1% em dezembro de 2016 (BCB, 2017).

7. Segundo o World Bank (2016), “uma crise bancária (sistêmica) ocorre quando muitos bancos de um país estão com sérios problemas de solvência ou de liquidez ao mesmo tempo – ou porque todos são atingidos pelo mesmo choque externo ou porque a falência de um banco ou de um grupo de bancos se espalha para outros bancos no sistema. Mais especificamente, uma crise bancária sistêmica é uma situação em que os setores corporativos e financeiros de um país experimentam um grande número de inadimplência, e as instituições financeiras e as corporações enfrentam grandes dificuldades em cumprir os contratos dentro do prazo. Como resultado, os empréstimos não pagos aumentam acentuadamente e todo ou a maior parte do capital do sistema bancário agregado está afetado. Esta situação pode ser acompanhada por preços de ativos deprimidos (como preços de ações e títulos) logo após a crise, fortes aumentos nas taxas reais de juros e uma desaceleração ou reversão dos fluxos de capital.”

8. As principais medidas adotadas pelo governo federal em dezembro de 2016 incluem a regularização de dívidas tributárias e previdenciárias, a renegociação de dívidas de grandes empresas como o BNDES dentro do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), a redução da multa adicional de 10% do FGTS na demissão sem justa causa e a divisão de lucros no fundo com os cotistas (Gradner et al, 2016). Na sequência, o governo anunciou que os trabalhadores podem em 2017 sacar recursos integrais de contas inativas do FGTS (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço).