

Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil

do Plano Real à crise financeira

organizadores

Luiz Cláudio Marcolino

Ricardo Carneiro

Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil

do Plano Real à crise financeira

organizadores

Luiz Cláudio Marcolino

Ricardo Carneiro

1ª edição

São Paulo - 2010

(atitude)
EDITORA GRÁFICA

PUBLISHER
BRASIL

Editor

Renato Rovai

Preparação de texto

Anselmo Massad

Coordenadora de produção

Ana Tércia Sanches

Assessoria

Ana Carolina Tosetti Davanço

Capa, projeto gráfico

Carmem Machado

Diagramação

Thiago Balbi

Revisão

**Edméa Neiva e Fernanda
de Oliveira**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

S623 Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil : do Plano Real à crise financeira / organizadores Luiz Cláudio Marcolino, Ricardo Carneiro. – 1. ed. – São Paulo : Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda., 2010.

264 p. : il.

ISBN 978-85-85938-64-2

1. Sistema financeiro - Brasil. 2. Reforma monetária. 3. Crise econômica. 4. Mercado de capitais. 5. Crédito bancário. 6. Macroeconomia - Política monetária. 7. Governança corporativa I. Marcolino, Luiz Cláudio. II. Carneiro, Ricardo.

CDU 336(81)

CDD 332.60981

Índices para catálogo sistemático:

1. Sistema financeiro : Brasil 336(81)

(Bibliotecária responsável: Sabrina Leal Araujo – CRB 10/1507)

São Paulo, 2010

PUBLISHER BRASIL

Rua Bruno Simoni, 170

05424-030 – Pinheiros – São Paulo (SP)

Tel/fax: 55 11 3813.1836

livros@publisherbrasil.com.br

www.publisherbrasil.com.br

EDITORA GRÁFICA ATITUDE LTDA

Rua São Bento, 365, 19º andar,

01011-100 – Centro – São Paulo (SP)

Tel: 55 11 3241-0008

www.redebrasilatual.com.br

Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil

do Plano Real à crise financeira

Prefácio	7
Luís Nassif	
Apresentação	11
Luiz Cláudio Marcolino Ricardo Carneiro	
Introdução: Perspectivas do sistema financeiro brasileiro	17
Luiz Cláudio Marcolino Juvândia Moreira Leite	
Capítulo 1	33
Dinâmica e crise do capitalismo com dominância financeira	
Ricardo Carneiro	
Capítulo 2	55
A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico	
André Martins Biancareli	
Capítulo 3	89
O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades	
Giuliano Contento de Oliveira	
Capítulo 4	129
Bancos e ciclo de crédito: da estabilização à crise financeira	
Daniela Magalhães Prates	
Capítulo 5	161
Formas alternativas de financiamento: microfinanças	
Juvandia Moreira Leite Ana Carolina Tosetti Davanço	
Capítulo 6	177
Banco Central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação	
Maria Cristina Penido de Freitas	
Capítulo 7	209
Os impactos dos derivativos no Brasil	
Maryse Farhi	
Capítulo 8	233
A economia política das holdings financeiras no Brasil	
Ana Tercia Sanches Ana Carolina Tosetti Davanço	

Prefácio

Luís Nassif

Desde o século 19, trava-se uma luta intestina, dentro do capitalismo, entre o capital financeiro e o industrial.

A seu modo, ambos cumprem funções complementares.

Na economia real vicejam os empreendedores, aqueles que identificam oportunidades de negócio, montam suas empresas e galgam com as próprias pernas os degraus do crescimento, de forma lenta e sistemática.

Na economia financeira, os gestores de recursos, trabalhando em geral com capital de terceiros, de capitalistas ou do público, enxergando os negócios exclusivamente sob o prisma do preço. A meta é comprar ativos baratos e vendê-los caros.

Em períodos de grandes mudanças tecnológicas, os gestores de recursos ganham importância. A flexibilidade do capital financeiro permite agilizar as reciclagens da economia, irrigar setores dinâmicos, financiar os novos empreendedores.

Em economias maduras, através do mercado de capitais, convivem de forma harmoniosa as empresas da economia real e o capital financeiro.

Os problemas surgem nos grandes ciclos de financeirização, como ocorreu nas três últimas décadas do século 19 e do século 20. Aí o capital financeiro toma as rédeas nos dentes e deixa de ser funcional. Estabelece-se o embate, um complexo jogo de poder em que teorias econômicas, instituições monetárias, mídia, opinião pública, tudo é mobilizado em uma guerra sem quartel entre o sistema que se convencionou chamar de mercado e os estados nacionais.

O Brasil atravessou essa guerra mundial com muitos mortos e feridos. Perdeu crescimento, gerou uma dívida interna monumental, privilegiou as grandes corporações, esmagou cadeias produtivas inteiras e, principalmente, deixou a economia à mercê da maldição do câmbio apreciado.

Este livro é importante para se recuperar as origens desse embate, os fundamentos, as características desse capitalismo financeiro que, desde o século 19, gerou teorias contra e a favor.

É essencial, por exemplo, entender a maneira como se definem os preços na economia. É o segredo que permite compreender o jogo de poder de lado a lado, da economia real e da financeira.

Com o preço sendo atrelado ao fluxo de resultados futuros, trazidos a valor presente por determinada taxa de juros, basta um aumento na taxa básica da economia para reduzir imediatamente o valor presente do ativo. Controlando a política monetária, a economia financeira controla todo o sistema de preços de ativos.

Esses pontos, ainda que essenciais, passaram despercebidos no profundo processo de mudanças patrimoniais que dominou a economia brasileira nos anos 90, através da privatização e das fusões e aquisições.

Bastava o avaliador escolher o indexador dos fluxos para determinar o preço. No caso da Ultrafertil, por exemplo, escolheu-se a taxa básica de juros internacional, mais a taxa de riscos para as operações com o Brasil (em plena moratória) e mais a taxa de risco para o setor de fertilizantes. Conseguiu-se, com esses estratégias, transformar ouro em poeira.

Por trás de tudo, a teoria de que criando condições favoráveis ao capital especulativo, o desenvolvimento se faria por si só, com os capitais arbitrando preços, transbordando para os emergentes, auxiliando-os a chegar ao patamar dos desenvolvidos.

Durante muitos anos, o bordão da “lição de casa” seguia essa lógica, embora para a opinião pública chegasse na forma de algo enigmático, mágico, religioso, como se o sofrimento dos mais pobres fosse a purgação necessária para se alcançar o paraíso.

Muitos mitos foram criados ao longo desses anos de chumbo, alguns resistindo como ectoplasmas ainda não exorcizados.

Um deles – que ainda persiste – está baseado na lógica de que o desenvolvimento se daria permitindo a concentração econômica em grandes grupos nacionais – amparados por benevolência no direito econômico e financiamentos do BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social). Caberia a esses novos supergrupos o papel de aplinar o caminho do desenvolvimento brasileiro.

Toda a lógica de financeirização servia a esse propósito. O crédito estava disponível para quem dispunha de acesso às linhas externas. Entrando no país, os dólares eram convertidos em reais. Depois, o BC emitia títulos para absorver o excesso de emissão. O resultado final era que a uma expansão do crédito em dólares correspondia um enxugamento proporcional do crédito doméstico e uma expansão do mesmo tamanho da dívida pública.

Não adiantava o bom senso e o estudo dos processos econômicos históricos demonstrarem que o desenvolvimento é algo homogêneo, que ocorre quando se criam condições para o desenvolvimento de um tecido econômico e social abarcando pequenas, médias e grandes empresas.

A pobreza do debate e o discurso único de glorificação do mercado impediam qualquer possibilidade de se inverter essa lógica perversa.

Nesses anos, plantaram-se as sementes do pensamento questionador. Mas somente com o advento da crise encerra-se o ciclo da financeirização, lentamente, penosamente, como em todos os processos históricos brasileiros.

A reconstrução da nova política, a recuperação do papel proativo do Estado e o aproveitamento virtuoso do mercado de capitais exigem uma espécie de exumação do cadáver do neoliberalismo estéril das últimas décadas.

Nessa linha, o livro faz, talvez, o melhor apanhado até agora sobre todos os passos dados pelo Brasil, passando de uma economia fechada para uma economia financeira. Será uma obra de referência para futuros estudos desse processo.

Através dele, será possível entender o que estava por trás de bordões como “fazer a lição de casa”; porque medidas aparentemente sem nexos – como a ideia de que corte de investimentos públicos ou de despesas essenciais, como saúde e educação, ajudariam o país a crescer – eram, de fato, sem nexos.

Mas, principalmente, permitirá uma reflexão cuidadosa sobre as razões que levam tantos, durante tanto tempo, a se iludirem com miragens e a usarem com tanta sem-cerimônia o conceito de interesse nacional para acobertar interesses óbvios do capital especulativo.

Lembro-me até hoje a frase clássica de um ex-Ministro da Fazenda para justificar essa benevolência com o capital especulativo: “são como batedores da cavalaria americana. Vêm na frente para saber se o terreno não oferece perigo. Se estiver tudo em ordem, a cavalaria vem atrás”.

Na época, olhava para tantas multinacionais do setor produtivo, há décadas instaladas no país, e admitia que uma opinião pública que admitia tal tipo de argumento não estava à altura do país, que se pretendia construir.

Hoje em dia, o nível de conhecimento é suficiente para que ao menos lamentemos o tempo perdido.

Apresentação

Luiz Cláudio Marcolino¹
Ricardo Carneiro²

A parceria entre o Sindicato dos Bancários e Financiários de São Paulo, Osasco e Região e o Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da Universidade Estadual de Campinas (Cecon-Unicamp) para realizar estudos sobre o sistema financeiro brasileiro e propostas para a sua transformação, cujo resultado síntese é o livro que ora apresentamos, constituiu uma iniciativa original e muito promissora. Além da qualidade do trabalho, como se poderá atestar pela leitura, há que destacar também, de um lado, a largueza de visão do Sindicato que, por meio de um trabalho conjunto de análise e reflexão, buscou superar os limites imediatos da atividade sindical, procurando um entendimento mais amplo da natureza e funcionamento do sistema financeiro brasileiro. De outro, a natureza inovadora da ação do Cecon que, rompendo os limites estreitos da atividade acadêmica, aceitou realizar um trabalho de cooperação com um organismo vivo e atuante da sociedade.

Ao longo dos oito capítulos e da Introdução, o livro realiza uma análise abrangente e variada do sistema financeiro. São abordados temas como a dominância financeira e a sua crise no plano global, a abertura financeira no Brasil, o funcionamento do mercado de capitais, a evolução do crédito bancário, o desenvolvimento das microfinanças, a política macroeconômica e, por fim, o funcionamento das *holdings* financeiras. Esse conjunto de análises está sintetizado na Introdução, na qual se resume também o conjunto de propostas para reformulação do financiamento do desenvolvimento no Brasil. A elevada importância dessas últimas impõe que elas sejam destacadas nesta Apresentação, o que é feito a seguir.

Um dos grandes temas suscitados pela crise financeira foi o da imperiosidade de regular o capitalismo financeirizado. Isto implicaria limitar a securitização e reduzir a liquidez dos títulos emitidos ou, pelo menos, evitar que os emprés-

1 Economista e Presidente do Sindicato dos Bancários e Financiários de São Paulo, Osasco e Região (lcmarcolino@spsbancarios.com.br)

2 Professor do Instituto de Economia e Diretor do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da Unicamp.

timos bancários transformem-se em títulos negociáveis. No plano institucional significaria também recompor a linha divisória nas operações entre instituições bancárias e não bancárias como forma de reduzir o risco sistêmico. A extensão das regras de Basileia, objetivando a diminuição da alavancagem das instituições financeiras não bancárias e a redução da excessiva liquidez de seus passivos, também constituiria um objetivo importante da regulação. Isso permitiria eliminar a lógica do ganho de capital, evitar a bolhas de preços de ativos e a transmissão de seus efeitos estabilizadores sobre a produção e a renda.

A regulação do capitalismo no plano doméstico terá uma contrapartida inevitável no âmbito internacional. Ela traduzir-se-á, necessariamente, em uma limitação à mobilidade de capitais e à lógica de investimento de portfólio que a sustenta. Restringida à livre movimentação de capitais, mormente no que tange aos investimentos de portfólio, poderá ser possível diminuir a necessidade de uma moeda reserva internacional que sirva de âncora para a riqueza privada e pública. Assim será viável ampliar o papel de uma moeda pública, nos moldes dos Direitos Especiais de Saque, que sirva de unidade de conta e meio de troca, facilitando o comércio e o investimento produtivo em escala internacional.

Apesar de não estar em questão uma reversão total da abertura financeira no Brasil, é imprescindível implementar alguma restrição ao grau de abertura financeira hoje existente, com algum controle e direcionamento dos fluxos de capitais. As justificativas essenciais para isso são: a busca de um maior grau de liberdade ou autonomia da política macroeconômica e sua subordinação ao objetivo do crescimento sustentado; o direcionamento dos fluxos de capitais no sentido de ampliar a capacidade do sistema financeiro de financiar o desenvolvimento.

A eficácia de controle de capitais tem sido contestada pelo pensamento conservador. Contudo, a literatura mostra que países de menor grau de abertura ou que de alguma forma instituíram controles temporários possuem não só um histórico de maior estabilidade monetária como também de melhor desempenho econômico. No contexto da redução da vulnerabilidade externa obtida recentemente e da sua continuidade, a introdução dos controles de entrada, por meio de tributação e quarentenas como mecanismo para influenciar a qualidade e a permanência dos capitais entrantes, parece inadiável. Outra dimensão central é da regulação da atuação dos investidores estrangeiros nos mercados de derivativos.

A continuidade da expansão do mercado de capitais no Brasil não pode depender preponderantemente de uma base de investidores estrangeiros, cuja motivação responde ao contexto internacional benigno. De outro lado, para ampliar a participação de investidores domésticos requer-se a prevalência de um patamar de taxa de juros real que amplie a atratividade relativa dos investimentos em ações e, ao mesmo tempo, seja compatível com o retorno dos ativos instrumentais adquiridos pelas empresas. Os investidores estrangeiros não deveriam ser descartados, mas a regulação, no sentido do direcionamento da sua participação, poderia ser ampliada.

No que tange o mercado de títulos de dívida privados, seu desenvolvimento, além do requisito da baixa taxa de juros, exige medidas que busquem dinamizar os mercados secundários de negociação desses ativos. A superação da indexação financeira é também uma condição necessária para o desenvolvimento desse segmento. A utilização da taxa de juros de curto prazo (CDI) como indexador da maioria dos títulos de longo prazo, embora reduza o prêmio de risco cobrado pelos investidores nesses papéis – especialmente num contexto de volatilidade da taxa básica de juros –, pode refrear o desenvolvimento desse mercado, pela incerteza dos custos desses empréstimos para os tomadores.

O ciclo de crédito recente realçou a importância de um sistema bancário com peso significativo do sistema público com presença expressiva de instituições públicas, fundos públicos de origem para-fiscal e exigibilidades sobre os bancos privados, todos elementos constitutivos do crédito direcionado. Isso, por três razões distintas: em primeiro lugar, pelo papel anticíclico, mormente nas fases de desaceleração. Em segundo lugar, pelo financiamento de setores e atividades específicas, em consonância com as prioridades da política de desenvolvimento. Em terceiro lugar, pelo papel na regulação dos *spreads* praticados pelos bancos privados.

Este último papel assume particular relevância devido ao patamar elevado das taxas de juros das operações de crédito, decorrentes, em boa medida, dos altos *spreads*. Para que esse e os demais papéis das instituições públicas mantenham-se, é crucial manter o caráter público das mesmas, evitando a ampliação da participação de acionistas privados no capital do Banco do Brasil e a abertura do capital da Caixa Econômica Federal.

A se confirmar a continuidade do ciclo recente de crescimento da economia brasileira com a decorrente ampliação dos investimentos, será necessário que os bancos privados ampliem sua participação no financiamento de longo prazo. Seriam dois os requisitos principais no processo: a redução da taxa de juros básica e a eliminação da indexação financeira. Com base nesses pré-requisitos, poder-se-ia promover o direcionamento de uma parcela dos depósitos compulsórios para esses financiamentos. Esse esquema poderia ainda ser complementado com um mecanismo especial de redesconto e um fundo garantidor de crédito.

Para dinamizar o microcrédito, além das medidas que já foram implementadas, seria necessário garantir a aplicação dos recursos originários do compulsório sobre os depósitos à vista. Para tanto, os montantes dos recursos não emprestados pelos bancos deveriam ser redistribuídos para outras instituições, incluindo as Instituições Microfinanceiras (IMFs), as Sociedades de Crédito ao Microempreendedor (SCMs) e as cooperativas de crédito. É necessário, também, regular o estabelecimento do correspondente bancário pelo Banco Central, condicionando-o ao atendimento à população de baixa renda e sempre associado ao desenvolvimento de uma política de microcrédito “e desenvolvimento local, além de ser restrito a localidades desassistidas de atendimento por agências ou

postos de atendimento bancários (PABs). Como medida geral, seria indispensável uma reorganização institucional do setor de microfinanças, com a criação de uma instituição coordenadora das políticas aplicadas às diferentes entidades que atuam no setor (Oscips, SCMs, ONGs, IFOs, cooperativas de crédito, bancos) e que seja capaz de integrar as ações de políticas públicas para essas entidades.

A criação de um ambiente de estabilidade que vá além daquela relativa aos preços, englobando também as variáveis chave da economia – taxa de juros e de câmbio – parece um requisito crucial da mudança pretendida no sistema financeiro.

Uma reformulação do regime macroeconômico no Brasil deveria começar pela gestão mais efetiva da taxa de câmbio, evitando seus recorrentes desalinhamentos e volatilidade. Isso suporia trocar o atual regime de flutuação pura por um regime de flutuação suja. A intervenção no mercado de divisas, cujo objetivo seria o de manter uma taxa de câmbio competitiva e pouco volátil, demanda, além da instituição de controles de capitais nos moldes descritos acima, um conjunto de regras e princípios de intervenção do Banco Central do Brasil (BCB), tais como: a) a compra de reservas com objetivo de sustentar cotações; b) limitação a posições especulativas dos bancos por meio de restrições às posições compradas e vendidas; c) realização simultânea de operações no mercado à vista e no mercado futuro; d) regulação das operações com derivativos na BM&F visando encarecer a especulação.

O mercado dos derivativos de câmbio é suficientemente importante para merecer medidas adicionais dada a sua relevância na formação da taxa de câmbio do real. Entre essas medidas, caberia destacar: a) introdução de limites para as posições dos investidores não residentes no mercado de derivativos; b) elevação do custo de participação dos investidores não residentes no mercado de derivativos, por meio de elevação da margem de garantia e obrigação de seu pagamento em dinheiro, não em títulos públicos; c) introdução do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF) nas operações de não residentes em derivativos.

Com a maior estabilidade da taxa de câmbio, seria possível pensar na manutenção de um regime de metas de inflação que ganharia eficácia, mas exigiria mudanças adicionais. A primeira delas diria respeito à gestão. A definição das metas continuaria a ser ditada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) com uma composição ampliada de modo a incluir um representante dos empresários e um dos trabalhadores. O BCB, por sua vez, deveria deixar de gozar de sua independência *de facto*. Para tanto, teria de prestar contas periodicamente ao Congresso Nacional a respeito da execução da política. Por fim, o índice a ser objeto do regime poderia se constituir de um *core* que excluísse os preços indexados. Ou, alternativamente, poder-se-ia realizar um amplo processo de desindexação dos preços e tarifas públicos no Brasil preservando o índice cheio como índice-meta.

Além das medidas relativas à nova regulação do sistema financeiro e da ges-

tão macroeconômica, é necessário também avançar na reformulação da operação interna das *holdings* financeiras. Por um lado, é necessário garantir uma democratização substantiva da gestão dos conglomerados, por meio da participação dos representantes dos trabalhadores nas instâncias de decisão e nos conselhos de administração e fiscalização das instituições financeiras. Por outro lado, consoante o espírito que prevalece hoje no mundo de limitar e reformular a remuneração dos executivos, seria desejável que a remuneração variável dos administradores não fosse superior à remuneração fixa anual, sendo também estipulada com base em resultados sustentáveis, não em performances de curto prazo.

No que diz respeito aos trabalhadores do setor bancário, é necessário que os empregados não sejam coagidos pelos gestores a cumprir metas abusivas que levam ao adoecimento e implicam na queda de qualidade de atendimento aos clientes. Por sua vez, é imperioso que a remuneração variável dos empregados obedeça limites que visem a não deterioração do salário fixo e que a busca por resultados não comprometa a ética na comercialização dos produtos financeiros. A esse respeito, é necessário que os empregados possam ser capacitados para orientar os clientes com maior tempo e, assim, garantir uma melhor compreensão sobre os produtos financeiros e as responsabilidades a eles vinculadas. Do ponto de vista da melhor qualificação e remuneração do trabalho, é crucial reverter a precarização das relações de trabalho que ocorrem em processos de terceirização.

Introdução:

Perspectivas do sistema financeiro brasileiro

Luiz Cláudio Marcolino¹
Juvândia Moreira Leite²

A despeito do expressivo crescimento após 2003, o sistema financeiro brasileiro tem se caracterizado por um fraco desempenho e por uma contribuição pouco significativa ao desenvolvimento econômico do país. Esta última pode ser caracterizada por meio de vários indicadores como, por exemplo, a ainda muito baixa participação do crédito no Produto Interno Bruto (PIB), o peso excessivo dos financiamentos de curto prazo e o seu elevado custo decorrente de uma alta taxa básica de juros, mas também de *spreads* bancários igualmente altos. Ao longo dos últimos anos, esse desempenho só não foi mais negativo por conta da presença de um sistema público de financiamento, do qual fazem parte instituições de peso como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal; fundos públicos com origem parafiscal, como o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), e as exigibilidades sobre o passivo bancário. Foi esse sistema de direcionamento do crédito que permitiu financiar o investimento, bem como algumas atividades específicas de maior risco ou prazo de maturação como agricultura, habitação, exportações e microcrédito.

A confirmação de um novo ciclo de crescimento da economia, em novas bases – vale dizer, com a elevação pronunciada do investimento e a dinamização de setores com prazos de maturação mais longos das inversões, como a infraestrutura – exigirá necessariamente uma disponibilidade de financiamentos numa escala ampliada, acarretando a necessidade de reformas no sistema financeiro. Este saiu-se relativamente bem em 2009 exatamente porque as exigências sobre ele foram relativamente limitadas dado o ainda baixo crescimento do investimento.

A experiência histórica da economia brasileira mostra que durante os períodos

1 Economista e Presidente do Sindicato dos Bancários e Financiários de São Paulo, Osasco e Região (lcmarcolino@spbancarios.com.br)

2 Bacharel em Direito, Secretária Geral do Sindicato dos Bancários e Financiários de São Paulo, Osasco e Região (juvandia@spbancarios.com.br)

de aceleração do crescimento o sistema público, em razão de sua base limitada de *funding*, foi incapaz de dar conta integralmente do seu financiamento. A ausência de um envolvimento mais decisivo do setor financeiro privado acabou gerando uma dependência excessiva da poupança externa, com implicações negativas sobre o balanço de pagamentos e a estabilidade macroeconômica, conduzindo a crises recorrentes ao longo da nossa história.

Essas considerações sugerem que, diante de um ciclo sustentado de crescimento, seria desejável contar com uma parcela mais significativa de financiamento interno, mantendo e reforçando o sistema público, mas também mobilizando o setor privado para essa tarefa. O desenvolvimento financeiro recente, o tamanho e a qualidade das instituições bancárias e não bancárias, bem como o clima de maior estabilidade, indicam que esse é um caminho possível.

Para tratar da evolução recente do sistema financeiro e avançar algumas propostas capazes de viabilizar a sua operação de um modo mais compatível com o financiamento desse investimento, esta Introdução sintetiza os vários diagnósticos e propostas contidas nos demais capítulos, aprofundando-as em alguns aspectos.

No capítulo 1, que trata da “Dinâmica e crise do capitalismo com dominância financeira”, constata-se que, desde a crise do regime de Bretton Woods, nos anos 1970, foi crescente a dominância das finanças nas economias capitalistas, restaurando as características peculiares de um capitalismo desregulado. Essa nova etapa, a despeito do dinamismo limitado e circunscrito a determinadas áreas e países, caracterizou-se por uma maior propensão a crises que ocorreram com maior frequência na periferia do sistema. A eclosão da crise atual, por sua profundidade e caráter sistêmico, permite um melhor entendimento da dinâmica desse padrão de operação do capitalismo contemporâneo e, ao mesmo tempo, torna imperiosa a discussão de uma nova forma de regulação capaz de reduzir sua instabilidade e propensão a crises.

As medidas de política econômica levadas a cabo pelos governos dos países desenvolvidos para enfrentar a crise iniciada em 2007 tiveram um caráter defensivo visando, de um lado, evitar a deflação nos preços dos ativos e, de outro, o aprofundamento da recessão. Na primeira dimensão, abrangeu a compra de ativos podres pelos bancos centrais e a recapitalização dos bancos; na segunda, a ampliação dos gastos públicos, como forma de compensar a severa contração dos gastos privados. Pouco se avançou na implementação de uma nova regulação do sistema financeiro, exceto pela discussão quanto à remuneração dos executivos e algumas medidas concretas em relação a isso na França e Reino Unido. Ou seja, a regulação do modelo de negócios composto pelo banco universal – alta alavancagem e baixa liquidez – não foi posta em questão.

No âmbito dessa ausência de medidas concretas, já se identificava, após 2009, a emergência, no plano global, de novas bolhas de preços de ativos com epicentro no excesso de liquidez nos países centrais e a fuga do dólar. Em janeiro de 2010,

o Governo Obama, de certo modo pressionado pelas evidências da retomada do modelo de atuação dos bancos pré-crise – ou seja, de que o sistema financeiro, salvo da bancarrota com o dinheiro público, desenvolvia renovadamente atividades especulativas –, anunciou a disposição de realizar uma nova regulação. Seu desiderato maior é o de reduzir o risco sistêmico por meio da segmentação das atividades, com espírito semelhante ao *Glass-Steagall Act*, que constituiu o principal marco regulatório do sistema financeiro americano desde os anos 1930, até o início dos anos 1990.

Concretamente, a regulação proposta compreenderia a segmentação dos bancos comerciais cortando as suas ligações com *hedge funds* e fundos de *private equity*, ou seja, a proibição do uso de depósitos de correntistas para essas operações. Seriam também proibidas as operações de tesouraria com recursos próprios desses bancos (“proprietary trading”). Fica sugerido que os bancos comerciais, que constituem o núcleo do sistema financeiro, retomariam suas funções essenciais de prestação de serviços aos correntistas e realização de empréstimos. O *establishment* financeiro desqualificou imediatamente a proposta, denominando-a de populista.

A substituição do capitalismo financeirizado, por outro, regulado, é tarefa de grande envergadura política e complexidade. Para que se chegasse ao perfil de regulação contida no regime de Bretton Woods, foram necessárias a Grande Depressão e a II Grande Guerra, que alteraram substantivamente a correlação de forças políticas no âmbito doméstico e internacional, resultando daí um enquadramento das finanças. Tomando-se como paradigma o caso norte-americano, realizou-se, por meio do *Glass-Steagall Act*, uma clara separação de funções dentro do sistema financeiro entre bancos comerciais, de investimento e instituições ligadas ao mercado de capitais. O resultado foi uma compartimentação do risco e uma redução da alavancagem, ou seja, uma limitação da especulação. No plano internacional, o acordo de Bretton Woods restringiu-se severamente à mobilidade de capitais, circunscrita, durante muitos anos, a investimentos diretos, créditos de fornecedores, linhas comerciais e empréstimos de instituições públicas com importância muito reduzida dos investimentos de portfólio e dos empréstimos de curto prazo em moeda.

Na análise da crise, mesmo as interpretações mais ortodoxas compartilham o diagnóstico de que, entre seus fatores essenciais estão a securitização disseminada e a alavancagem excessiva. O grande peso dos títulos (*securities*) como veículos da riqueza financeira – em oposição aos empréstimos bancários – e a existência de mercados secundários profundos, que lhes confere liquidez, constituem uma dimensão basilar do capitalismo com dominância financeira. É por meio deles, associados aos mecanismos da concorrência, da inovação e do mimetismo, que se impõe a lógica mais geral desse regime: a da supremacia dos ganhos de capital face àqueles oriundos dos rendimentos, ou seja, da especulação sobre o investimento.

Pelas considerações acima, cabe concluir que regular o capitalismo financeirizado significa, principalmente, limitar a securitização e reduzir a liquidez dos títulos emitidos ou, pelo menos, evitar que os empréstimos transformem-se em títulos

negociáveis. No plano institucional, significaria, também, recompor a linha divisória nas operações entre instituições bancárias e não bancárias como forma de reduzir o risco sistêmico. A extensão das regras de Basileia objetivando a diminuição da alavancagem das instituições financeiras não bancárias e a redução da excessiva liquidez de seus passivos também constituiria um objetivo importante da reforma. Isto permitiria eliminar a lógica do ganho de capital, evitar bolhas de preços de ativos e a transmissão de seus efeitos sobre a produção e a renda. Poderia conduzir, também, à restauração do papel tradicional do sistema financeiro de criação de crédito e a intermediação de poupanças destinadas a financiar o desenvolvimento, reduzindo seu caráter especulativo.

A regulação do capitalismo no plano doméstico terá uma contrapartida inevitável no âmbito internacional. Ela se traduzirá necessariamente numa limitação à mobilidade de capitais e à lógica de investimento de portfólio que a sustenta. Restrita à livre movimentação de capitais, mormente no que tange aos investimentos de portfólio, será possível diminuir a necessidade de uma moeda reserva internacional que sirva de âncora para a riqueza privada e pública. Assim será viável ampliar o papel de uma moeda pública, nos moldes dos Direitos Especiais de Saque, que sirva de unidade de conta e meio de troca, facilitando o comércio e o investimento produtivo em escala internacional.

Como assinalado no capítulo 2, intitulado “A abertura financeira e a integração do Brasil: um balanço crítico”, a alta mobilidade internacional do capital constitui uma característica-síntese de uma época histórica na qual processos políticos, em escala nacional e internacional, conduziram a um quadro de supremacia dos interesses dos detentores da riqueza financeira sobre outras forças da sociedade. O aprofundamento da globalização conduz, todavia, a um balanço negativo, mormente quando se considera seu impacto sobre países em desenvolvimento, em razão do caráter especulativo e de oscilações cíclicas que marcam os fluxos de capitais direcionados a esses países. Ademais, isso tem feito com que os argumentos convencionais a favor da abertura financeira, ao depararem com dificuldades renovadas de comprovação dos seus benefícios, sofram um crescente questionamento.

Desde o início dos anos 1990, a economia brasileira seguiu o caminho do aprofundamento da abertura financeira, realizando-a, grosso modo, em duas etapas distintas. A primeira, que se refere ao primeiro nível de abertura, relativo à entrada de recursos e investidores externos, ocorreu nos governos Collor e FHC, tendo sido realizada à margem de um amplo debate no Congresso Nacional, fundada em normas e resoluções do Banco Central do Brasil (BCB) e do Conselho Monetário Nacional (CMN). O segundo nível, relativo à ampliação e legalização das saídas de recursos do país, foi ampliado no governo Lula, tendo também por base decisões e marco regulatório definidos pelas duas instituições apontadas acima.

Os resultados do processo de abertura financeira, na intensidade e na forma como se deu no Brasil, foram preponderantemente negativos. Em primeiro lugar,

a inserção internacional, muito mais baseada nas finanças do que no comércio, implicou uma elevada vulnerabilidade externa, apenas mitigada no período recente. As mudanças observadas após 2004, cujo substrato foi a compra mais acentuada de reservas internacionais, reduziram – mas não eliminaram – essa vulnerabilidade. As medidas recentes, por sua vez, foram na direção de aprofundar a abertura, ampliando os vínculos da economia brasileira com os ciclos internacionais de liquidez.

O adensamento das relações financeiras da economia brasileira com a economia global se materializa na volatilidade de variáveis macroeconômicas-chave, como câmbio e juros, e na instabilidade dos resultados das contas externas. Mais do que isso, o alto grau de abertura financeira tem tido reflexos negativos no financiamento da economia brasileira, no que tange ao mercado de capitais, em particular, ao mercado de ações, por acentuar seu caráter especulativo e também no que se refere ao mercado de crédito bancário, por transmitir ao custo do empréstimo a volatilidade das variáveis macroeconômicas, por meio dos altos *spreads*.

Apesar dos aspectos negativos, uma reversão total da abertura financeira no Brasil não está em questão. Contudo, é imprescindível abrir espaço nas discussões da política econômica e das medidas daí resultantes para implementar alguma restrição ao grau de abertura financeira hoje existente, com algum controle e direcionamento dos fluxos de capitais. As justificativas essenciais para isto são: a busca de um maior grau de liberdade ou autonomia da política macroeconômica e sua subordinação ao objetivo do crescimento sustentado; o direcionamento dos fluxos de capitais no sentido de ampliar a capacidade do sistema financeiro de financiar o desenvolvimento.

A eficácia de controle de capitais tem sido amplamente contestada pelo pensamento conservador. Contudo, a literatura mostra que países de menor grau de abertura ou que de alguma forma instituíram controles temporários possuem não só um histórico de maior estabilidade monetária como também de melhor desempenho econômico. No contexto de redução da vulnerabilidade externa obtida recentemente e da sua continuidade, a introdução dos controles de entrada por meio de tributação e quarentenas como mecanismo para influenciar a qualidade e a permanência dos capitais entrantes parece inadiável. Outra dimensão central é da regulação da atuação dos investidores estrangeiros nos mercados de derivativos.

A postura diante dessa questão estratégica deveria se pautar por ações mais ativas, fundadas na compreensão da limitação inerente relativa ao caráter periférico da economia brasileira, submetida às assimetrias do sistema monetário-financeiro internacional, mas considerando, em contraposição, o peso e o potencial dessa economia, além da necessidade de obter-se um financiamento externo menos volátil e mais adequado às necessidades do desenvolvimento nacional. Apesar das medidas recentes tomadas nessa direção, como a instituição do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 2% sobre os investimentos de portfólio, não parece clara a orientação da política econômica do atual governo quanto a esse

assunto, que certamente envolve interesses de grupos e atores sociais de grande peso na sociedade.

Na análise do capítulo 3, intitulado “O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades”, constatou-se que a perspectiva de crescimento sustentado da economia brasileira em um patamar mais elevado torna imprescindível o desenvolvimento paralelo de uma estrutura de financiamento de longo prazo. A inexistência de uma oferta adequada de *funding* de longo prazo limita o investimento das empresas e as induz a financiar a sua expansão com uma estrutura de capital apoiada, em grande medida, no autofinanciamento. Este tipo de restrição ao crescimento, via inadequação do financiamento do investimento, se apresenta, com maior ênfase, para as pequenas e médias empresas.

Embora o sistema de financiamento da economia brasileira seja predominantemente baseado no crédito, com forte presença de bancos públicos, a ampliação do papel do mercado de capitais no financiamento do investimento seria relevante na medida em que possibilitasse a redução da alavancagem das empresas e diminuísse o custo do capital. Embora tenha se observado uma expansão recente significativa do mercado de capitais brasileiro, ela tem decorrido de fatores preponderantemente conjunturais – e cuja sustentação é discutível –, tais como: o forte ingresso de recursos estrangeiros, notadamente no mercado de ações, e da redução do patamar da taxa básica de juros da economia. O primeiro encontra-se diretamente associado aos ciclos de liquidez e o segundo, indiretamente, na medida em que a queda da inflação que conduziu a essa redução não foi indissociável da forte apreciação do real.

A expansão do mercado de capitais tem contribuído apenas marginalmente para o financiamento da ampliação da capacidade produtiva da economia. No que tange ao mercado acionário, além deste se concentrar nas grandes empresas, o número destas empresas com ações negociadas em bolsa é ainda pequeno. Percebe-se ainda uma forte concentração setorial com as empresas produtoras de *commodities* detendo uma parcela elevada do mercado. Além de uma desproporcional atividade do mercado secundário ante o primário, nota-se, neste último, uma destinação relativamente pequena de recursos captados para a ampliação da capacidade produtiva – em torno de 50%.

A composição da demanda por ações, largamente dependente dos investidores estrangeiros, mormente nos mercados primários, torna-a muito instável, já que ela depende, em grande medida, dos ciclos de liquidez internacional. Desta forma, a obtenção de financiamento por esse meio, por parte das empresas, adquire um grau de incerteza elevado, decorrente das frequentes correções de rumo, ou seja, da volatilidade. Em vários momentos ao longo dos últimos 15 anos, como por exemplo no segundo semestre de 2008, não só as cotações despencaram no mercado secundário como também as emissões primárias foram paralisadas.

A continuidade da expansão do mercado de capitais no Brasil não pode depender preponderantemente de uma base de investidores cuja motivação

responde ao contexto internacional benigno. De outro lado, para ampliar a participação de investidores domésticos, requer-se a prevalência de um patamar de taxa de juros real que amplie a atratividade relativa dos investimentos em ações e, ao mesmo tempo, seja compatível com o retorno dos ativos instrumentais adquiridos pelas empresas. Os investidores estrangeiros não deveriam ser descartados, mas a regulação, no sentido do direcionamento da sua participação, poderia ser ampliada.

No que tange ao mercado de títulos de dívida privados, o seu desenvolvimento, além do requisito da baixa taxa de juros, exige medidas que busquem dinamizar os mercados secundários de negociação desses ativos. A superação da indexação financeira é também uma condição necessária para o desenvolvimento desse segmento. A utilização da taxa de juros de curto prazo (CDI) como indexador da maioria dos títulos longos, embora reduza o prêmio de risco cobrado pelos investidores nesses papéis, especialmente num contexto de volatilidade da taxa básica de juros, pode, por outro lado, refrear o desenvolvimento desse mercado pela incerteza dos custos desses empréstimos para os tomadores.

Ao examinar, no capítulo 4, os “Bancos e o ciclo de crédito recente: da estabilidade à crise financeira”, constata-se que, desde o Plano Real, o sistema bancário brasileiro passou por importantes transformações. Essas mudanças foram condicionadas por fatores macroeconômicos, como a estabilização dos preços, cuja implicação foi a eliminação da então principal fonte de rentabilidade, as receitas de *floating*, e a posterior gestão da política macroeconômica, cuja marca foi a manutenção de elevado patamar da taxa de juros e o frequente desalinhamento da taxa de câmbio. No plano estrutural, essas mudanças foram condicionadas pela ampliação da abertura financeira, o aumento da internacionalização do sistema bancário e a privatização dos bancos públicos. Por fim, no plano regulatório, ocorreu a adoção das regras do Acordo da Basileia.

Essas mudanças alteraram as estratégias concorrenciais, por meio da adoção de novas tecnologias, criação de novos produtos, exploração de novos mercados e diversificação de receitas, sobretudo mediante a cobrança por serviços, antes oferecidos gratuitamente. O sentido maior dessas transformações foi a formação de instituições bancárias diversificadas, administradas sob a forma de *holdings* financeiras. No plano do formato institucional, a abertura financeira e as privatizações resultaram numa dominância do segmento privado nacional, no aumento da participação dos bancos estrangeiros e na redução dos bancos públicos, bem como em um aumento geral no grau de concentração bancária com peso crescente das grandes instituições.

Apesar de as mudanças apontadas terem conduzido ao aumento da solidez do sistema, não houve, de 1994 a 2002, alteração expressiva da composição dos ativos dos bancos privados comparativamente aos anos de alta inflação. Exceto por um breve *interregno* imediatamente após o Plano Real – no qual o crédito

como proporção do PIB aumentou cerca de 6 pontos percentuais –, as instituições bancárias continuaram priorizando as aplicações em títulos públicos ante as operações de crédito.

A manutenção dessa estratégia de alocação de portfólio por parte dos bancos está condicionada por dois elementos centrais. De um lado, a elevada volatilidade dos preços macroeconômicos-chave; taxas de juros e de câmbio, característicos da economia brasileira e persistentes a despeito da estabilização de preços. Isso conferiu à atividade de concessão de crédito, cuja natureza essencial é a transformação de prazo, um elevado risco de descasamento de taxas. De outro lado, a permanência de alternativas de aplicação de alta rentabilidade e baixo risco nos títulos públicos indexados à taxa de juros básica também discriminou a concessão de empréstimos.

Essa composição do portfólio bancário também se deveu à trajetória da demanda de crédito, pois a economia brasileira, mesmo após a estabilização de preços, continuou sujeita a um padrão de crescimento inconstante (*stop and go*). Combinado a condicionantes do lado da oferta, como a já referida instabilidade monetária, expressa no alto patamar da taxa de juros, nos desalinhamentos da taxa de câmbio e na volatilidade desses dois preços-chave, restringiu-se a ampliação do crédito.

A ampliação expressiva e continuada do crédito só ocorreu a partir de maio de 2003, em função de uma conjunção de fatores. Apesar de as operações de crédito no ativo total dos bancos privados terem aumentado progressivamente desde então e superado àquela dos títulos, elas mantiveram algumas características peculiares, tais como a concentração no curto prazo e os elevados *spreads*.

Isso realça outras características permanentes do sistema bancário brasileiro e que não foram alteradas neste ciclo. A primeira é a histórica divisão de trabalho entre as instituições públicas – especializadas na concessão de empréstimos de longo prazo a partir de recursos direcionados, enquanto as privadas priorizam o crédito de curto prazo, com recursos de tesouraria, para crédito pessoal e aquisição de bens, no caso de pessoas físicas, e para capital de giro no caso das pessoas jurídicas. A segunda, o elevado nível de concentração, ampliado significativamente no passado recente, e que é também – conjuntamente com a instabilidade macroeconômica – responsável pelos elevados *spreads*, na medida em que implica uma menor concorrência em vários segmentos do mercado. Os *spreads* elevados ocorrem também em função de determinadas práticas, como as provisões excedentes, que alcançam cerca de 170% dos créditos inadimplentes. Estas provisões que não se transformam efetivamente em despesas terminam por ampliar o lucro.

Os bancos privados mantiveram as suas estratégias de somente participar dos empréstimos de maior prazo e risco a partir de repasses de recursos externos e, principalmente, de utilização de repasses de recursos de fundos parafiscais geridos pelos bancos públicos e por meio de recursos relativos às exigibilidades. Em contrapartida, o peso do sistema público no financiamento do longo prazo e de atividades

de maior risco – configurando, ao lado das exigibilidades sobre o passivo bancário e a importância dos fundos públicos de origem parafiscal como o FAT e FGTS, o sistema de crédito direcionado – continuou crucial.

O ciclo de crédito que se inicia em 2003, na sua fase expansiva, exceto por sua intensidade, mantém as mesmas características dos ciclos anteriores, tais como: a liderança do segmento de recursos livres, com recursos captados internamente; preeminência dos bancos privados, principalmente nacionais; e concentração, no setor privado e nas famílias. Os empréstimos às empresas só ganham preeminência no início de 2008, quando os investimentos adquirem maior dinamismo.

A forte contração da concessão de crédito que ocorre em setembro de 2009, sob o efeito da crise financeira internacional, exacerbou a preferência pela liquidez das instituições bancárias. Esta postura das instituições tem sido recorrente em períodos de instabilidade e é intensificada pelo prazo relativamente curto do crédito e pela existência de títulos públicos líquidos e rentáveis, e de baixo risco, que permitem uma rápida recomposição de suas carteiras, tendo sido agravada por conta da desconfiança detonada pelos prejuízos das empresas com derivativos cambiais.

Essa fase descendente do ciclo só foi amenizada em razão das particularidades do sistema financeiro brasileiro, com destaque para o papel do setor público. O peso ainda elevado das instituições públicas nesse sistema permitiu que a concessão de crédito não seguisse estritamente os padrões privados, evitando a forte preferência pela liquidez que o contaminou. No bojo da crise, o sistema público – compreendendo fundos públicos e instituições –, além de atuar como contrapeso à contração do crédito das instituições privadas com recursos livres, ainda ampliou a concorrência em preços por meio da redução dos *spreads*. Temerosos da perda permanente de *market share*, os bancos privados abreviaram o período de restrição aos financiamentos, além de buscar a redução de seus custos.

O ciclo de crédito recente realçou a importância de um sistema bancário com peso significativo do sistema público com presença expressiva de instituições públicas, fundos públicos de origem parafiscal e exigibilidades sobre os bancos privados – elementos constitutivos do crédito direcionado. E isso por três razões distintas. Em primeiro lugar, pelo papel anticíclico, mormente nas fases de desaceleração. Em segundo lugar, pelo financiamento de setores e atividades específicas, em consonância com as prioridades da política de desenvolvimento. Em terceiro lugar, pelo papel na regulação dos *spreads* praticados pelos bancos privados.

Este último papel assume particular relevância devido ao patamar elevado das taxas de juros das operações de crédito, decorrentes, em boa medida, dos altos *spreads*. Para que esse e os demais papéis das instituições públicas se mantenham, é crucial manter o caráter público das mesmas, evitando a ampliação da participação de acionistas privados no capital do Banco do Brasil, bem como a abertura do capital da Caixa Econômica Federal.

A se confirmar a continuidade do ciclo recente de crescimento da economia

brasileira com a decorrente ampliação dos investimentos, será necessário que os bancos privados ampliem sua participação no financiamento de longo prazo. Isso teria dois requisitos principais: a redução da taxa de juros básica e a eliminação da indexação financeira. Com base nesses pré-requisitos, poder-se-ia promover o direcionamento de uma parcela dos depósitos compulsórios para esses financiamentos. Esse esquema poderia ainda ser complementado com um mecanismo especial de desconto e um fundo garantidor de crédito.

Um aspecto importante do financiamento e que tem ganhado destaque no Brasil contemporâneo diz respeito às novas formas do crédito a populações de baixa renda tratadas no capítulo 5, “Formas alternativas de financiamento: microfinanças”. Após a estabilização de preços, a inclusão de uma grande massa de pessoas no sistema financeiro nacional passou a ser a tônica principal das políticas públicas por meio de três iniciativas: o microcrédito produtivo, o crédito para o consumo e a bancarização. Isso porque a simples expansão do crédito pessoal em bases tradicionais tomará muito tempo para incluir os pobres no circuito dos serviços bancários e de acesso ao crédito.

Para que haja a inclusão, são necessárias políticas públicas integradas de crédito dedicadas à produção, de caráter solidário em rede e de natureza associativa e comunitária, voltadas para a reorganização das economias locais com a perspectiva da geração de trabalho e renda. Contudo, quando se verifica a oferta de microcrédito, o resultado é desanimador, mesmo com o crescimento expressivo do número de entidades operadoras pós-Real e a flexibilização da regulamentação.

Foi justamente com a intenção de incentivar estas operações que, no governo Lula, foram editadas a lei e a medida provisória que estabelecem que 2% dos depósitos à vista captados pelas instituições financeiras sejam obrigatoriamente destinados ao microcrédito. Entretanto, a pré-definição dos valores e prazos de parcelamentos dos créditos a serem concedidos e que tem como *funding* esse recolhimento compulsório, além da definição de um teto para as taxas de juros praticadas, são argumentos comumente utilizados pelas instituições financeiras para explicar ou justificar a falta de interesse no mercado de microcrédito produtivo.

As políticas microfinanceiras que despertaram maior interesse dos grandes bancos foram a expansão do correspondente bancário que atua com produtos desenvolvidos para as classes de renda mais baixa a custos operacionais menores quando comparados aos das agências, permitindo maior rentabilidade nas operações, e o crédito consignado, que também foi apoiado pelos grandes bancos interessados na maior garantia de adimplência, já que se destina aos trabalhadores formais e as parcelas são descontadas em folha de pagamento.

Para dinamizar o microcrédito, além das medidas já implementadas, seria necessário garantir a aplicação dos recursos originários do compulsório sobre os depósitos à vista. Para tanto, os montantes dos recursos não emprestados pelos bancos deveriam ser redistribuídos para outras instituições, incluindo as Instituições

Microfinanceiras (IMFs), Sociedades de Crédito ao Microempreendedor (SCMs) e as cooperativas de crédito. É necessário, também, regular o estabelecimento do correspondente bancário pelo Banco Central, condicionando-o ao atendimento à população de baixa renda, sempre associado ao desenvolvimento de uma política de microcrédito. Por fim, como medida geral, seria indispensável uma reorganização institucional do setor de microfinanças, com a criação de uma instituição coordenadora das políticas aplicadas às diferentes entidades que atuam no setor (Oscips, SCMs, ONGs, IFOs, cooperativas de crédito, bancos) e que seja capaz de integrar as ações de políticas públicas para essas entidades.

O conjunto de análises apresentadas nesse livro tem em comum a ideia de que é necessário modificar a regulação do sistema financeiro brasileiro para torná-lo mais compatível com o financiamento do desenvolvimento econômico. Mas, essas mudanças vão além da regulação financeira em estrito senso, exigindo também mudanças significativas no padrão de gestão da política macroeconômica. A criação de um ambiente de estabilidade que vá além daquela relativa aos preços, englobando também variáveis-chave da economia – taxa de juros e de câmbio – parece um requisito crucial da mudança pretendida.

Inicia-se por tratar desse assunto no capítulo 6, relativo ao “Banco Central e política macroeconômica no Brasil: o regime de metas de inflação”. Parte-se da constatação de que as metas de inflação constituem o regime de política econômica mais utilizado pelos bancos centrais de países desenvolvidos e periféricos desde o início dos anos 1990. Sua adoção e ampla disseminação refletem, como apontado no capítulo 1, a sensibilidade do capitalismo financeirizado a taxas de inflação mais altas e voláteis pela ameaça que representam ao valor da riqueza financeira e à sua precificação. O compromisso com uma meta de inflação muito baixa significa a eleição de uma prioridade central à qual todas as outras estão subordinadas, e também a opção por um regime de política monetária que opera por regras, em contraposição aos regimes discricionários, tornando-o, portanto, mais rígido.

Tem sido frequentemente ressaltado pela literatura ortodoxa que essa quase generalização do regime de metas de inflação se fez acompanhar, nos países onde foi adotado, de uma redução do patamar e volatilidade da mesma, bem como de uma trajetória mais firme do crescimento. A tese é controversa na medida em que, embora verdadeira, a tendência esteve vinculada a outras transformações como, por exemplo, o papel deflacionário exercido pela incorporação da China à economia global como grande fornecedora de produtos manufaturados. Nessa mesma direção, não há também comprovação de que os países que não adotaram esse regime tenham tido, do ponto de vista da inflação, um desempenho pior do que os que o adotaram.

Quando se trata dos países da periferia do sistema capitalista, naqueles que possuem moedas mais frágeis ou inconvertíveis, o regime de metas de inflação combinado com o de câmbio flutuante produziu resultados mais controversos.

Há indicações de que esse regime, num contexto de moeda inconvertível e de vulnerabilidade externa, tenha conduzido a uma significativa oposição entre crescimento econômico e inflação. Ademais, mesmo em países sem grande vulnerabilidade externa, os ciclos de liquidez internacionais e seus efeitos sobre a taxa de câmbio criaram um constrangimento essencial sobre a operação da política monetária, não raro obrigando-a a abandonar os objetivos domésticos e centrar-se sobre a gestão da inserção externa.

No caso do Brasil, o regime de metas de inflação foi adotado pelo Banco Central em 1999, no bojo da crise do regime de âncora cambial do Plano Real. Desde então, a política macroeconômica sob gestão do BCB compreende a combinação do regime de metas com o de câmbio flutuante. Apesar do relativo sucesso em manter a inflação em baixos patamares, há claras indicações de que, no caso brasileiro, isso foi conseguido concomitantemente ao aumento da instabilidade macroeconômica, ao alto patamar de taxas de juros e ao desalinhamento recorrente da taxa de câmbio, acompanhadas de alta volatilidade em ambos os preços-chave. O conjunto terminou por constituir um viés anticrescimento.

Estes resultados da política macroeconômica decorreram tanto das características estruturais da economia brasileira, quanto da rigidez do regime de metas implantado no Brasil no que tange ao seu formato e operação. Na primeira dimensão, temos a inconvertibilidade monetária típica de economias periféricas, acompanhada da elevada vulnerabilidade externa resultante da abertura financeira. Por conta dessa vulnerabilidade, que transformou os ativos financeiros do Brasil em investimentos de alto risco, o impacto dos ciclos de liquidez internacional foram mais significativos na nossa economia, resultando num padrão de flutuação da taxa de câmbio do real muito acentuada, como reflexo da maior volatilidade dos fluxos de capitais.

Como se sabe, em economias periféricas, sem moeda convertível, a flutuação da taxa de câmbio se faz acompanhar de um elevado coeficiente de passagem (*pass-through*) para os preços. Nos períodos de entrada de capitais, a apreciação da moeda favoreceu o controle da inflação. Já nos momentos de saída, obrigou a elevação dos juros para controlar a depreciação da moeda nacional e assim, indiretamente, a inflação, sem considerações a respeito da trajetória da economia. Ou seja, os ciclos de liquidez e seus impactos sobre a taxa de câmbio e inflação, e não o ritmo de crescimento da demanda agregada ante o produto potencial, tornam-se os principais condicionantes do manejo da política monetária. Se esses ciclos coincidem com a trajetória do crescimento doméstico, a política monetária torna-se coerente. Se não, a política monetária adquire uma postura anticrescimento. Ou seja, quando há reversão dos fluxos de capitais, a política monetária torna-se restritiva independentemente do ritmo de crescimento da economia doméstica.

Essa última característica da política monetária, e como veremos, da política macroeconômica, foi exacerbada, no caso brasileiro, pelo formato e operação do regime de metas. No primeiro aspecto, a escolha de um índice “cheio”, o Índice

Nacional de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), acentuou o coeficiente de passagem das flutuações cambiais. Uma parcela muito significativa desse índice – cerca de um terço – é composta de preços e tarifas públicos, cuja característica é a indexação a outro índice de preços, o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), que reflete com muita proximidade a variação da taxa de câmbio. Isso faz com que, pelo mecanismo descrito acima, intensifique-se o viés anticrescimento da política monetária. De outro lado, em situações de estabilidade cambial, quando é necessário controlar de fato a demanda agregada, a insensibilidade desse conjunto de preços indexados à flutuação dessa última exige uma intensidade maior da elevação dos juros. Tudo isso para permitir que a desaceleração da demanda agregada faça com que a parte do índice de preços, que é sensível à mesma, desacelere o suficiente para permitir o alcance da meta de inflação.

O Banco Central do Brasil tem se notabilizado por sua rigidez na operação do regime de metas. Em tese, a manipulação da taxa de juros, a Selic, deveria ocorrer em momentos de crescimento, a taxas divergentes, da demanda agregada e do produto potencial. Quando o ritmo da primeira superasse a segunda, o estreitamento do hiato de produto pediria o aumento da taxa de juros para adequar os ritmos e evitar o aumento da inflação, ocorrendo o contrário na situação inversa.

Esse não é, todavia, o padrão de atuação do Banco Central observado no Brasil, principalmente no período 2003-2008. Em vários momentos, o BCB aumentou a taxa de juros ante um aumento de preços derivado de choques de oferta. Como se sabe, esses últimos, se são permanentes, mudam os preços relativos e aumentam temporariamente a inflação. Se não há indexação, essa mudança segue seu curso e a inflação volta ao patamar normal depois de algum tempo. Se os choques não são permanentes, o aumento do nível de preços é exclusivamente temporário, e a inflação volta ao patamar anterior após um pequeno lapso de tempo. Tratar choques de oferta como se fossem de demanda, como fez o BCB, apenas acentuou o viés anticrescimento da política monetária por meio de taxas de juros mais altas e voláteis.

Se as características estruturais da economia brasileira, combinadas ao formato do regime de metas e sua operação, conduzem a uma política de juros cujo resultado é a manutenção de taxas mais altas e voláteis, não há como não concluir pelo viés anticrescimento dessa política. Ela discrimina os investimentos produtivos ao elevar o custo de capital e tornar ativos financeiros uma alternativa mais atrativa. O mesmo se pode concluir do regime de câmbio flutuante cujo resultado é o desalinhamento e a volatilidade. Além de contribuir para a manutenção de taxas de juros altas, o regime de câmbio torna incerto o retorno dos investimentos no setor de exportáveis, contribuindo para desestimulá-los. Ademais, nos recorrentes momentos de apreciação da moeda nacional também favorecem as importações, reduzindo a lucratividade de empresas que produzem para o mercado interno.

Uma reformulação do regime macroeconômico no Brasil deveria começar pela gestão mais efetiva da taxa de câmbio, evitando seus recorrentes desalinhamentos

e volatilidade. Isso suporia trocar o atual regime de flutuação pura por um regime de flutuação suja. A intervenção no mercado de divisas cujo objetivo seria o de manter uma taxa de câmbio competitiva e pouco volátil suporia, além da instituição de controles de capitais nos moldes descritos no capítulo 2, um conjunto de regras e princípios de intervenção do BCB tais como: a) a compra de reservas com o objetivo de sustentar cotações; b) limitação a posições especulativas dos bancos por meio de restrições às posições compradas e vendidas; c) realização simultânea de operações no mercado à vista e no mercado futuro; e d) regulação das operações com derivativos na BM&F visando encarecer a especulação.

Como mostrado no capítulo 7, “Os Impactos dos Mercados de Derivativos na Economia Brasileira”, o mercado dos derivativos de câmbio é suficientemente importante para merecer medidas adicionais, dada sua relevância na formação da taxa de câmbio do Real. Entre as medidas, caberia destacar: a) a introdução de limites para as posições dos investidores não residentes no mercado de derivativos; b) a elevação do custo de participação dos investidores não residentes no mercado de derivativos, por meio do aumento da margem de garantia e obrigação de seu pagamento em dinheiro e não em títulos públicos; e c) a introdução do IOF nas operações de não residentes em derivativos.

Com a maior estabilidade da taxa de câmbio seria possível pensar na manutenção de um regime de metas de inflação, que ganharia eficácia mas exigiria mudanças adicionais. A primeira dessas modificações diria respeito à sua gestão. A definição das metas continuaria a ser ditada pelo Conselho Monetário Nacional, que teria de contemplar, em sua definição, objetivos mais amplos, a exemplo de outros bancos centrais, como o FED, que inclui como seus objetivos o crescimento do emprego e a estabilidade financeira. Esta maior abrangência de objetivos da política de metas seria complementada pela ampliação na composição do CMN de modo a incluir um representante dos empresários e um dos trabalhadores. O BCB, por sua vez, deveria deixar de gozar de sua independência *de facto*. Para tanto, teria que prestar contas periodicamente ao Congresso Nacional da execução da política. Por fim, o índice a ser objeto do regime poderia ser constituído de um *core* que excluísse os preços indexados. Ou, alternativamente, poder-se-ia realizar um amplo processo de desindexação dos preços e tarifas públicos no Brasil, preservando o índice cheio como índice-meta.

Uma reformulação do sistema financeiro brasileiro na direção de torná-lo mais eficaz no financiamento do desenvolvimento não pode excluir mudanças na forma de operação das instituições financeiras, como discutido no capítulo 8, “A Economia Política das *Holdings* Financeiras no Brasil”. Ou seja, é crucial que essas instituições abandonem a sua postura curto-prazista nas suas relações com acionistas, clientes e trabalhadores.

A adoção da nova governança fundada na maximização do valor acionário por parte das *holdings* financeiras privadas termina por reforçar a aversão dessas

instituições ao financiamento de longo prazo, característico da sua postura histórica no Brasil, priorizando operações de retorno mais rápido e menor risco. Observa-se, ademais, que a mesma lógica que orienta as decisões de maximizar o valor acionário das empresas no curto prazo, com retorno rápido para o acionista, permeia a relação com outras partes diretamente envolvidas na atividade das *holdings* (empregados, terceirizados e clientes).

Os clientes também sofrem na prática as consequências do modelo de governança adotado no sistema financeiro privado brasileiro. Passaram a realizar diretamente as transações bancárias por meio de diversos canais de atendimento proporcionados pela evolução tecnológica, contribuindo assim para uma redução significativa dos custos das operações sem contrapartida efetiva, já que têm enfrentado, além de elevadas tarifas e altas taxas de juros nas operações de crédito, problemas derivados da qualidade de atendimento e da insuficiente segurança bancária.

Os empregados são submetidos aos processos de trabalho marcados pela baixa autonomia com relação à tomada de decisões e subordinados ao modelo de gestão fortemente centralizado em instâncias superiores, implementado pelos conglomerados e *holdings* financeiras. O objetivo principal de grande parte dos trabalhadores bancários é o cumprimento de metas de vendas de produtos financeiros com graus diferentes de sofisticação, mas sempre pré-formatados por áreas especializadas e ofertados de maneira ostensiva aos clientes como “soluções financeiras” às suas necessidades. Essas necessidades, entretanto, estão em geral mal avaliadas, já que a prioridade é realizar as vendas em um prazo determinado.

As metas delimitam a performance do empregado, são utilizadas na avaliação e justificam demissões, constituindo-se por vezes em uma ameaça ao emprego. Os gestores costumam ter claro que um sistema de administração baseado na cobrança de metas no curto prazo acaba por gerar pressão e causar estresse, elucidando as consequências negativas desta política aos trabalhadores. Na tentativa de manter o estímulo dessas pessoas, as organizações implementam programas de remuneração variável, com o objetivo de convencer o trabalhador de que existe uma recompensa individual que valoriza os mais dedicados merecedores de uma remuneração diferenciada em relação ao grupo.

O total de remuneração variável que cada trabalhador pode atingir diferencia-se de acordo com o cargo por ele exercido, sendo mais alto quanto mais elevada a função na hierarquia estabelecida. Segundo as empresas, isso ocorre para contemplar os diferentes graus de responsabilidade na geração do resultado. Por outro lado, estimulam determinados funcionários a assumir para si os riscos do negócio, exercendo uma cobrança mais ostensiva aos seus subordinados.

A remuneração variável é muito elevada em determinados segmentos do setor financeiro, sendo, portanto, considerada pelos executivos mais requisitados como um diferencial na análise das propostas de trabalho que lhes são

ofertadas. Estes profissionais, por sua vez, buscam justificar seus elevados bônus assumindo cada vez mais o formato de gestão baseado no curto prazo e nas operações de maior risco nos mercados financeiros.

Ao analisar o grupo dos terceirizados, destacado no capítulo 8 como um dos *stakeholders*, foi possível concluir que essa é uma das partes mais impactadas pelas decisões administrativas derivadas da política de corte de custos. As pessoas desse grupo, marcado pela deterioração das condições de trabalho, principalmente quando comparadas ao patamar dos trabalhadores bancários, mesmo que realizem as mesmas rotinas de trabalho, são submetidas a maiores jornadas de trabalho e menores salários.

Em síntese, além das medidas relativas à nova regulação do sistema financeiro e da gestão macroeconômica elencadas ao longo desta Introdução, é necessário também avançar na reformulação da operação interna das *holdings* financeiras. Por um lado, é necessário garantir uma democratização substantiva da gestão das *holdings* por meio da participação dos representantes dos trabalhadores nas instâncias de decisão e nos conselhos de administração e fiscalização das instituições financeiras. Por outro lado, consoante o espírito que prevalece hoje no mundo, de limitar e reformular a remuneração dos executivos, seria desejável que a remuneração variável dos administradores não fosse superior à remuneração fixa anual, sendo também estipulada com base em resultados sustentáveis e não em performances de curto prazo.

No que diz respeito aos trabalhadores do setor bancário, é necessário que os empregados não sejam coagidos pelos gestores a cumprir metas abusivas que levam ao adoecimento e implicam a queda de qualidade de atendimento dos clientes. Por sua vez, é imperioso que a remuneração variável dos empregados obedeça limites que visem à não deterioração do salário fixo e que a busca por resultados não comprometa a ética na comercialização dos produtos financeiros. A esse respeito, é necessário que os empregados possam ser capacitados para orientar os clientes com maior tempo e assim garantir uma melhor compreensão sobre os produtos financeiros e as responsabilidades a eles vinculadas. Do ponto de vista da melhor qualificação e remuneração do trabalho, é crucial reverter a precarização das relações de trabalho via processos de terceirização.

No que tange a iniciativas de ordem geral que interessam a trabalhadores e a clientes, correntistas ou investidores, é essencial que seja feito um esforço para que as informações sobre produtos financeiros sejam acessíveis e de fácil compreensão. É imprescindível, também, que haja a ampliação das políticas de segurança dos bancos, visando garantir mais segurança para clientes e trabalhadores nas agências bancárias e nos acessos remotos.