

Endividamento público e privado



Por **FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA***

Colocar títulos de dívida pública com elevadíssima taxa de juro real para evitar fuga de capital e dolarização, provoca grave concentração de riqueza financeira

Um sistema capitalista se define, em dadas condições de forças produtivas, pela contratação da força de trabalho pelo capital-dinheiro, sendo geneticamente um sistema financeiro. Portanto, abstrair as instituições financeiras, como faz a teoria pura do *mainstream*, não resulta em teoria aplicada adequada para tomar boas decisões práticas. Logo, a economia ortodoxa não é uma teoria das decisões ótimas!

Havia uma subdivisão binária de regimes macrofinanceiros. Inicialmente, predominava uma economia de autofinanciamento ou de fundos próprios; depois passou a predominar uma economia de endividamento ou com cobertura financeira.

Porém, um terceiro elemento incluído propicia aproximar-se mais da realidade do capitalismo financeiro global, em uma tipologia de três subsistemas financeiros: (i) modelo germânico: baseado em crédito privado; (ii) modelo norte-americano: baseado em mercado de capitais; (iii) modelo do resto do mundo: mistura ambos com crédito público.

Esta 3ª. dimensão destaca a importância dos diferentes mercados na transferência de recursos entre agentes econômicos. Mescla subsistemas baseados em mercado de capitais e subsistemas baseados em endividamento.

Outra qualificação se refere à maneira pela qual os preços são fixados nesses mercados. Podem ser preços competitivos, preços dominados por instituições privadas ou preços fixados pelo governo.

Em países com capitalismo financeiro tardio, para tirar o atraso econômico, o Estado assume uma atuação ativa no sistema de financiamento. Surge um conflito de interesses.

De um lado, os neoliberais defendem o governo dar prioridade apenas ao controle de agregados monetários, à fixação da taxa de juro básica ou à não interferência governamental na alocação de recursos entre usuários competidores. De outro, os social-desenvolvimentistas consideram apropriada a perseguição de plano de aceleração do crescimento com metas a serem atingidas por administração quantitativa direta ou por manipulação das condições de mercado. Os neoliberais optariam pela inércia do livre-mercado em lugar desse ativismo criticado por ser uma “política dos vencedores”.

Em relação à industrialização originária inglesa, no capitalismo retardatário alemão, dentro de sistema financeiro baseado em crédito privado, havia uma instituição estatal dominante e negociação política nos processos de mudança. No capitalismo retardatário norte-americano, no século XIX, a União alocou seu exército no genocídio dos indígenas nativos e conquista do Oeste, enquanto os Estados federativos construíam a infraestrutura. Na virada do século, durante a era dos barões ladrões (concentração em trustes e carteis), iniciou-se a transição baseada em mercado de capitais com preços

determinados competitivamente, devido à condução empresarial do processo.

Nas demais experiências históricas de capitalismo tardio, misturaram-se sistemas financeiros baseados em crédito e preços administrados com a condução estatal desse processo. Estados e bancos tiveram papel decisivo na busca de tirar o atraso histórico.

Uma economia capitalista é descrita por Hyman Minsky como um conjunto de balanços patrimoniais e demonstrações de resultados inter-relacionados. Os ativos em um balanço são financeiros ou reais (novos ou usados), mantidos para gerarem fluxos de renda, vendidos quando é necessária a liquidez ou oferecidos como garantia colateral de empréstimos. Os passivos representam um compromisso prévio de efetuar pagamentos à vista, em data predeterminada ou quando ocorrer alguma contingência.

Os ativos e passivos são escriturados na unidade de conta, ou seja, na moeda nacional. O excesso do valor dos ativos sobre o valor dos passivos é contabilizado como patrimônio líquido nominal.

Todos os agentes econômicos, agrupados em subsistemas institucionais como famílias, empresas não-financeiras, bancos, governos e resto do mundo, possuem balanços patrimoniais. Assumem posições em ativos ao emitirem passivos como dívidas, oferecendo garantias para proteção do credor.

Uma margem de segurança é o excesso de renda esperado a ser gerado pela propriedade dos ativos sobre os compromissos de pagamento prometidos, devido aos passivos capazes de dar maior economia de escala. Esta alavancagem financeira é um colchão de “fluxo de caixa”: a diferença entre a entrada e a saída de fluxo de caixa.

Para os bancos, as entradas são juros recebidos nas carteiras de empréstimos e títulos, além das receitas de tarifas bancárias, enquanto as saídas são juros pagos sobre passivos mais os custos de funcionamento de um banco: salários, aluguéis, tecnologia de informação, caixas eletrônicos etc. Eles operam com uma margem de segurança através de suas Provisões para Créditos de Liquidação Duvidosa (PCLD) e seu Patrimônio Líquido (capital mais reservas).

Quanto maior for o valor dos ativos em relação aos passivos, mais se exige de patrimônio líquido como margem de segurança. Este capital próprio e reservas constituem uma “almofada” de estoque. Em caso de déficit de receita diante seus compromissos passivos, o banco vende ativos para cumprir os pagamentos.

Outra “almofada” é a liquidez da posição, conhecida como “colchão de liquidez”. Se ativos líquidos puderem ser vendidos ou resgatados, rapidamente, ou dados como garantia em um refinanciamento, a margem de segurança é maior.

Na realidade, esses três tipos de proteção podem ser importantes na proteção de qualquer instituição, seja financeira, empresarial não financeira, doméstica ou governamental. Se a duração do tempo (maturidade) dos ativos exceder a dos passivos, para qualquer subsistema, as posições devem ser continuamente refinanciadas por conta de os passivos vencerem antes do vencimento dos ativos.

Por exemplo, há crédito imobiliário concedido para amortização em trinta anos registrado no ativo, tendo como lastro no passivo os depósitos de poupança, possíveis de ser sacados de imediato. Têm de ser continuamente captados ou “rolados”.

A dinâmica de uma liquidação generalizada é reduzir os preços dos ativos no chamado processo de deflação da dívida. Quanto mais generalizada for a pressão para vender, maior será a pressão deflacionária sobre os preços dos ativos.

Por isso, a “almofada de estoque de patrimônio líquido” (capaz de absorver perdas) e a “almofada de liquidez” (capaz de adiar “vendas urgentes”) são importantes caso a “almofada de fluxo de caixa” seja corroída. Em um efeito contágio, se muitas instituições estão tentando vender os mesmos ativos, nessa crise, os bancos se recusam a fornecer mais refinanciamento.

a terra é redonda

Nesse caso, as intervenções do Banco Central são necessárias para proteger os bancos sistemicamente importantes, fornecendo financiamento temporariamente por meio de facilidades de empréstimo de última instância. Apenas o governo – Banco Central mais o Tesouro Nacional – pode comprar ou emprestar contra ativos sem limite, fornecendo um suprimento elástico de “dinheiro de alta potência”.

Os bancos são “especiais” porque operam com índices de alavancagem muito altos. Suas posições em ativos são encargos “refinanciados”. Com postura especulativa, emitem passivos enquanto compram ativos. Esses passivos se tornam “dinheiro de clientes”.

Com posição ilíquida, colocam-se intencionalmente na postura de contínua necessidade de refinanciamento, ou seja, especializam-se em captações. Requerem esse contínuo refinanciamento em termos favoráveis porque a taxa de juros recebida, em suas carteiras de empréstimos e títulos, é fixa – e não podem facilmente vender ativos.

Nos Estados Unidos, em lugar de bancos comerciais, os bancos de investimento, ao usarem os mercados de capitais, especializaram-se em colocar ações ou títulos de dívidas diretas em suas carteiras. Eles normalmente contam com receitas de variações de valor de mercado desses ativos em vez de receberem juros como receita de crédito.

Se os mercados de capitais entram em crise sistêmica, eles podem ficar presos a ativos impossíveis de vender pelos preços pedidos. Uns precisarão de acesso ao refinanciamento de seus estoques e títulos. Outros decidirão entre manter, obtendo renda (dividendos pagos por ações), ou negociar ativos por conta própria para obter ganhos de capital. Podem também negociar em nome de clientes.

Tanto a “economia de mercado de capitais” como a “economia de endividamento” são alternativas possíveis para o desenvolvimento capitalista tardio, enquanto o modelo exclusivo de bancos comerciais privados está relacionado à transformação industrial anterior após a industrialização originária inglesa. A economia brasileira possui traços não plenamente desenvolvidos dos três modelos de financiamento a prazo: mercado de capitais raquítico, crédito privado incipiente e crédito público insuficiente.

Colocar títulos de dívida pública com elevadíssima taxa de juro real para evitar fuga de capital e dolarização à la Argentina. Provoca grave concentração de riqueza financeira.

***Fernando Nogueira da Costa** é professor titular do Instituto de Economia da Unicamp. Autor, entre outros livros, de *Brasil dos bancos* (EDUSP).

**A Terra é Redonda existe graças aos nossos leitores e apoiadores.
Ajude-nos a manter esta ideia.**

CONTRIBUA