

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

DIEGO MATHIAS

**SECURITIZAÇÃO E ESTABILIDADE FINANCEIRA UMA ANÁLISE DO CASO
BRASILEIRO ATRAVÉS DAS ÓTICAS DE KEYNES E MINSKY**

Trabalho de Conclusão do Curso de
Ciências Econômicas do Setor de
Ciências Sociais Aplicadas da
Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano
Abranches Silva Dalto.

CURITIBA

2010

TERMO DE APROVAÇÃO

DIEGO MATHIAS

SECURITIZAÇÃO E ESTABILIDADE FINANCEIRA UMA ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO ATRAVÉS DAS ÓTICAS DE KEYNES E MINSKY

Monografia aprovada como requisito parcial para a conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:



Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto
Departamento de Economia



Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira
Departamento de Economia



Prof. Adilson Antonio Volpi
Departamento de Economia

Curitiba, 20 de dezembro de 2010

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 METODOLOGIA	3
3 REFERENCIAL TEÓRICO	4
3.1 TEORIA KEYNESIANA	4
3.1.1 Expectativas e incerteza.....	4
3.1.2 A preferência pela liquidez	7
3.1.3 Propriedades dos juros e do dinheiro	8
3.2 TEORIA MINSKYANA.....	9
3.2.1 A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky	10
3.2.1.1 A ótica dos fluxos de caixa	10
3.2.3 As posturas financeiras	11
3.2.4 Os bancos e o sistema capitalista	13
3.2.5 A Securitização para Minsky	14
4 INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	18
4.1 Origem e caracterização da securitização.....	21
4.2 Mercado de crédito no Brasil.....	23
4.3 Regulação Prudencial	25
4.4 Securitização no Brasil	27
5 CONCLUSÃO	31
REFERÊNCIAS	33

1 INTRODUÇÃO

O Brasil está vivendo um momento ímpar em sua história recente no que se refere ao crescimento do volume de crédito na economia. Neste cenário, um componente do crédito agregado, tem chamado a atenção, é o caso do financiamento imobiliário. Este tipo de crédito, ainda representa no Brasil apenas uma pequena fração do total, como será mostrado mais à frente, mas apresenta um grande potencial de crescimento.

A democratização do acesso às linhas de crédito habitacional tem possibilitado a aquisição de moradia por um grande contingente da população, ao mesmo tempo em que têm servido para alavancar o crescimento da indústria da construção civil.

Com a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), novos instrumentos financeiros surgiram para atender a demanda crescente por crédito imobiliário. O objetivo do SFI, de prover recursos para o financiamento de moradias por meio do mercado financeiro, vem sendo buscado através da implementação de inovações financeiras. Dentre as inovações introduzidas na economia brasileira nos últimos anos, a securitização é a mais importante delas.

A garantia da continuidade do crescimento econômico em bases sustentáveis e robustas, de modo a atenuar os problemas econômicos e sociais do país, é o grande desafio brasileiro dos próximos anos.

Entender as relações existentes entre a estrutura financeira e a estabilidade da economia é importante para a promoção do crescimento econômico sobre bases mais robustas. Em razão disso, é que nos motivamos a desenvolver este trabalho, para compreender melhor estas relações.

Estamos interessados em entender os possíveis desdobramentos que a securitização pode trazer para a economia brasileira. Deste modo, vamos analisar neste trabalho, o papel da securitização frente às fontes tradicionais de financiamento, e seus impactos na estabilidade do sistema, à luz da teoria de Keynes e de Minsky.

O texto está dividido em três capítulos. No primeiro deles, é feita uma revisão bibliográfica da teoria de Keynes, expondo suas idéias a respeito das expectativas em condições de incerteza, da preferência pela liquidez dos agentes e sua significação para a instabilidade econômica. Na seqüência do capítulo, é apresentada a teoria minskyana, analisada como complementar à teoria de Keynes. Minsky avançou no estudo do papel da estrutura financeira capitalista na volatilidade dos investimentos realizados na economia. No capítulo 2, são discutidas as relações existentes entre securitização, intermediação financeira e esquemas tradicionais de financiamento e os desafios colocados aos sistemas de financiamento pela introdução de inovações financeiras. O capítulo 3 apresenta alguns números do crédito no Brasil. São discutidas as proposições do referencial teórico ligadas a securitização, aplicadas ao caso brasileiro, com ênfase na estabilidade financeira.

2 METODOLOGIA

Para o desenvolvimento do trabalho, adotou-se como metodologia, a pesquisa bibliográfica, apoiada na revisão da literatura dos pensadores econômicos mais relevantes para a temática do trabalho, além disso, esses teóricos econômicos são os alinhados com a linha de pensamento que se quer defender no trabalho. Foram utilizadas na pesquisa, publicações nacionais e internacionais, além de livros, revistas, artigos científicos, textos para discussão, dissertações de mestrado e teses de doutorado, ligadas à temática das inovações financeiras e sua relação com a estabilidade dos sistemas financeiros nacionais.

Também foram utilizadas informações obtidas junto às entidades ligadas ao setor de crédito geral e imobiliário brasileiro, como a ABECIP, a CVM, o BACEN e as empresas de classificação de risco. O acesso a estas informações foi feito na maior parte das vezes através da internet, por meio de consulta aos bancos de dados disponíveis nos web sites das referidas instituições.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

Para subsidiar o desenvolvimento do trabalho, será realizada uma revisão bibliográfica das principais teorias acerca do funcionamento do sistema financeiro. O referencial teórico do trabalho abordará aspectos cruciais do funcionamento, da eficiência alocativa e da estabilidade dos sistemas financeiros. Será feita uma apresentação da teoria de Keynes, e será discutida a sua proposição de instabilidade econômica derivada da liquidez criada pelos sistemas financeiros. Serão vistas também as idéias de Minsky acerca do funcionamento dos mercados financeiros, consubstanciadas em suas teorias da fragilidade e da instabilidade financeira, em complementação ao pensamento de Keynes.

3.1 TEORIA KEYNESIANA

Ao se utilizar a teoria de Keynes neste texto, o que se pretende é formar uma base teórica, para tentar compreender as relações econômicas que governam as decisões dos agentes numa economia capitalista, em especial àquelas decisões orientadas para o financiamento dos investimentos. A escolha de Keynes não é casual, é motivada pela crença de que sua teoria é a que mais se ajusta à realidade econômica observada nas economias capitalistas.

Para cumprir o objetivo deste trabalho, é importante realizar a exposição de alguns conceitos teóricos propostos por Keynes, pois só assim, se poderá embasar teoricamente a argumentação proposta ao longo do texto. Assim, a base da revisão teórica de Keynes neste trabalho, é sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.

3.1.1 Expectativas e incerteza

Keynes discorre na Teoria Geral, a respeito da formação das expectativas dos agentes. Uma característica distintiva fundamental da teoria keynesiana em relação à teoria clássica é a abordagem de separação das análises de curto e de longo prazo na economia.

Para Keynes, alguns eventos e considerações, que apesar de pouco significativos para a renda esperada de um investimento, são exageradamente considerados pelos agentes, de fato, Keynes faz a seguinte observação:

Seria insensato, na formação de nossas expectativas, atribuir grande importância a tópicos que para nós são muito incertos. É, portanto, razoável que nos deixemos guiar, em grande parte, pelos fatos que merecem nossa confiança, mesmo se sua relevância for menos decisiva para os resultados esperados do que outros fatos a respeito dos quais o nosso conhecimento é vago e limitado. Por essa razão, os fatos atuais desempenham um papel que, em certo sentido, podemos julgar desproporcional na formação de nossas expectativas a longo prazo. (KEYNES, 2009, p. 124).

Com base nisso, Keynes afirma que as decisões de investimento, que são de longo prazo, são tomadas, tendo como base o *estado de confiança* atual com relação ao rendimento provável do investimento e também a atitude individual em relação à liquidez. Dada a dificuldade de se obter informações confiáveis quanto ao resultado real dos investimentos num prazo de vários anos. Será o conjunto de informações disponíveis, nas quais se possa confiar, que determinará a tomada de decisão de investimento, nas palavras de Keynes:

“O estado da expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende, portanto, exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da confiança com a qual fazemos este prognóstico” (KEYNES, 2009, p. 124).

As expectativas de longo prazo estão desta maneira, ancoradas nos fatos menos relevantes, porém mais confiáveis do presente, do que nos fatos mais relevantes e menos confiáveis do futuro. Nota-se aí, a postura curiosa dos agentes, na tomada de decisão quanto ao investimento. Para Keynes, os homens de negócio, investem pela compulsão de tentar a sorte e pela satisfação de empreender e criar algo, em suas palavras: “Se a natureza humana não sentisse a tentação de arriscar a sorte, nem de sentir a satisfação de construir uma fábrica [...] provavelmente não haveria muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios” (KEYNES, 2009, p. 125).

Keynes reconhece a situação contingente em que os homens de negócios se encontram, quando da tomada de decisões de investimento. Sua preocupação com os fatores que dificultam ou facilitam o investimento privado e suas relações com a estabilidade do sistema econômico, levaram-no a criticar a “liquidez” dos mercados financeiros baseados em bolsas de valores e a capacidade que estes mercados têm

de oferecer aos indivíduos, a possibilidade de reavaliar diariamente os investimentos já realizados. Ele atribui a esta capacidade de reavaliação dos investimentos, uma parcela das mazelas econômicas de seu tempo. Ele resume desta forma:

“Todavia, as decisões de investir em negócios privados do tipo antigo eram grande parte, irrevogáveis não só para a comunidade em geral, como também para os indivíduos. Com a separação entre a propriedade e a gestão que prevalece atualmente e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, surgiu um novo fator de grande importância que, às vezes, facilita o investimento, mas que, às vezes, contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema. Na ausência de bolsas de valores não há motivo para se procurar, com frequência, reavaliar os investimentos que fazemos [...] as reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente [...] O espetáculo dos mercados financeiros modernos levou-me, algumas vezes, a concluir que, se as operações de compra de um investimento fossem tornadas definitivas e irrevogáveis, à maneira do casamento [...] os males de nossa época seriam, com grande utilidade, aliviados. (KEYNES, 2009, p. 125-132).

De acordo com Keynes, o funcionamento dos mercados de bolsa de valores é baseado numa convenção, na qual se supõe “que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido” (KEYNES, 2009, p. 126).

Na existência destes mercados e prevalecendo o raciocínio adotado pela convenção, o investidor se sentirá motivado a investir, na crença de que os riscos que corre, são derivados apenas das possíveis mudanças à curto prazo, às quais ele acredita poder reagir prontamente, resguardando-se dos possíveis prejuízos. Sendo assim, o investimento se torna seguro aos olhos do investidor em prazos curtos e até mesmo no longo prazo, uma vez que este pode ser considerado uma sucessão de vários períodos de curto prazo.

O investidor tem a ilusão da liquidez quanto aos investimentos que são fixos, pois pode através das bolsas de valores reavaliar a qualquer tempo estes investimentos antes que ocorram grandes mudanças na economia. Keynes afirma que a liquidez existe individualmente, mas não coletivamente, e que ela conforta o investidor, fazendo o mesmo acreditar que terá tempo de antecipar mudanças severas nas condições de mercado (KEYNES, 2009, p. 127).

3.1.2 A preferência pela liquidez

Keynes deriva seu conceito de preferência pela liquidez, da teoria dos determinantes da taxa de juros. Para ele, os indivíduos se deparam com duas decisões a serem tomadas, o quanto consumir de sua renda no presente e de que forma conservar a renda não consumida. Assim, é possível conservar a renda que não foi gasta com consumo, mantendo-a na forma líquida (dinheiro) ou então na forma de qualquer outro ativo que lhe permita controle sobre consumo futuro. A proporção que os indivíduos desejam manter de sua renda economizada, na forma de moeda, é justamente a sua preferência pela liquidez.

Para Keynes, a taxa de juros é a recompensa da renúncia à liquidez e não o resultado da interação da demanda por investimentos e da oferta de poupança, como preceitua a teoria clássica. Nas palavras de Keynes:

Desse modo, sendo a taxa de juros, a qualquer momento, a recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem dinheiro alienar o seu direito de dispor do mesmo. A taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. (KEYNES, 2009, p.137).

Com a definição da preferência pela liquidez precisamente estabelecida, Keynes aponta então as razões que levam à preferência pela liquidez. Segundo ele, é desejável para o indivíduo manter certa quantidade de sua renda, na sua forma mais líquida, o dinheiro, de modo a facilitar a realização de transações comerciais e ainda como forma de reserva de riqueza.

No caso da reserva de riqueza, a preferência pela liquidez, deriva da existência de incerteza quanto ao futuro da taxa de juros. A variação da taxa de juros pode levar a perdas patrimoniais para os indivíduos, assim, manter a riqueza em forma líquida é mais vantajoso, podendo gerar um lucro, se se acredita que a taxa de juros futura será maior que a taxa de juros do momento presente. (KEYNES, 2009, p. 138 e 139).

De acordo com Keynes, a preferência pela liquidez dos indivíduos, é resultado da interação de três macro-motivos, que juntos governam a demanda individual por

moeda: motivo-transação, o qual se divide em outros dois (motivo-renda e motivo-negócios), motivo-precaução e motivo-especulação.

- a) Motivo-renda: fundamenta-se na necessidade dos indivíduos de garantir a transição entre o recebimento e o desembolso de sua renda. É a liquidez mantida para fazer frente às gastos pessoais.
- b) Motivo-negócios: derivado da necessidade das empresas de dispor de recursos para assegurar o intervalo entre a realização de despesas com insumos e fatores e o recebimento das vendas realizadas. Está ligado ao giro dos negócios.
- c) Motivo-precaução: destinado à atender contingências não previstas, ou ainda possibilitar a realização de compras vantajosas
- d) Motivo-especulação: está ligado ao desejo de conservar moeda, para tirar proveito das oscilações no valor dos títulos, em razão da variação da taxa de juros. Deriva da expectativa dos agentes quanto a uma mudança na taxa de juros.

3.1.3 Propriedades dos juros e do dinheiro

Segundo Keynes, existe uma taxa de juros específica para cada tipo de bem, seja este um bem de capital um bem durável ou ainda uma commodity. Essas taxas de juros intrínsecas, ou em termos do próprio bem, são definidas pela relação existente entre os preços à vista (spot) das mercadorias e seus preços para entrega futura. (KEYNES, 2009, p.175-176).

A partir desta idéia de taxa de juros específica, Keynes estabelece um conjunto de atributos que cada bem ou mercadoria apresenta, os quais são os determinantes das diversas taxas específicas de juros de cada tipo de bem. Assim, qualquer ativo possui, em maior ou menor grau, os quatro atributos a seguir: rendimento (q), custo de manutenção (c), prêmio de liquidez (l) e valorização (a).

Ao realizar a compra de um ativo, a retribuição, ou taxa monetária de juros específica do ativo, que se espera obter, será o resultado da seguinte expressão: $q - c + l + a$.

Pode-se pensar qualquer ativo na economia, em termos dos seus atributos. Os imóveis, por exemplo, teriam um rendimento de aluguel igual a (q) , um custo de manutenção (c) e provavelmente algum atributo de valorização (a) , sendo que seu prêmio de liquidez seria ínfimo ou inexistente. Títulos de dívida que dispõem de um mercado secundário ativo, teriam como atributos, um rendimento (q) , um prêmio de liquidez (l) , que seria tanto maior, quanto maior fosse o tamanho e o nível de atividade de seu mercado secundário, além do atributo de valorização ou desvalorização (a) , seu custo de manutenção poderia ser considerado negligenciável, sendo representado eventualmente pelas taxas de custódia do título.

Os agentes, sabendo desta composição de atributos, irão aplicar seus recursos naqueles bens que apresentarem o maior valor na soma do conjunto. Contudo, em estado de equilíbrio, Keynes afirma que os preços dos ativos seriam tais, que desapareceriam quaisquer vantagens entre as diversas alternativas de ativos, ou seja, os vários ativos da economia teriam composições de atributos diferenciadas, mas o somatório de suas retribuições totais seria igual. As taxas monetárias de juros dos diversos bens se ajustariam ao estoque destes mesmos bens ou ativos na economia, tendendo a se igualar. (KEYNES, 2009, p. 178-180).

Em síntese, o que se depreende da teoria de Keynes em relação aos objetivos do trabalho, é que os agentes econômicos formam suas expectativas e realizam investimentos muito influenciados pelo estado de confiança vigente e pelas condições existentes no curto prazo, além disso, suas decisões de investimento são condicionadas pela incerteza quanto ao futuro e pela impossibilidade de prever o resultado dos investimentos no longo prazo.

As reavaliações de investimento proporcionadas pelas bolsas de valores podem em determinados momentos, nos quais há mudanças no estado de confiança, levar a um aumento da preferência psicológica pela liquidez, ocasionando a redução dos novos investimentos e levando a economia a uma situação de instabilidade e finalmente à crise.

3.2 TEORIA MINSKYANA

Após a exposição da teoria de Keynes, é construtivo para a fundamentação teórica deste trabalho, expor também o pensamento do economista pós-keynesiano

Hyman Minsky. Serão abordadas as suas idéias à respeito da fragilidade financeira dos agentes econômicos e seu impacto na redução da estabilidade dos sistemas financeiros.

3.2.1 A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky

3.2.1.1 A ótica dos fluxos de caixa

Para entender os motivos que causam mudanças nas propriedades estabilizadoras de uma economia, é preciso compreender como a estrutura dos compromissos financeiros existentes nesta economia, muda com a passar do tempo. As práticas financeiras são o reflexo das condições do mercado e das expectativas que vigoravam quando da assunção de obrigações pelos agentes econômicos. O pagamento dos compromissos assumidos pelos agentes, muda ao longo do tempo, em resposta às condições da economia, e em função disso, mudam também os arranjos financeiros destinados a promover o pagamento das obrigações. (MINSKY, 2010, p. 275-276).

A necessidade de financiamento do investimento numa economia capitalista, estimula a mudança na estrutura financeira, nas palavras de Minsky “Os lucros estão disponíveis para os inovadores de estruturas financeiras [...] bancos, outras instituições financeiras, negócios e indivíduos estão sempre buscando novas formas de financiar atividades” (2010, p.276). As inovações financeiras são a chave para entender o impulso do capitalismo em direção à instabilidade.

Minsky analisa as causas das crises financeiras que se abatem periodicamente sobre o sistema capitalista. Ele enfatiza a importância do financiamento do investimento para a estabilidade do sistema financeiro, em complementação à teoria de investimento de ciclo proposta por Keynes.

Ao analisar como os compromissos financeiros dos agentes afetam a estabilidade da economia, Minsky se concentra nos fluxos de caixa das unidades econômicas, sejam elas unidades individuais, corporativas ou governos, equiparando-as para fins de análise aos bancos. São os fluxos de caixa que justificam a liquidez e a solvência das unidades, em relação à liquidação de suas obrigações (MINSKY, 2010, p.277).

São descritos três tipos de fluxos de caixa na teoria de Minsky:

- 1) Fluxos de caixa de receita: constituídos por salários, públicos ou privados; pagamentos recebidos pelas empresas por produtos finais ou intermediários e lucros brutos dos negócios, resultantes do processo de produção.
- 2) Fluxos de caixa de balanços financeiros: são aqueles fluxos originados de obrigações financeiras preexistentes, compõem-se do pagamento de juros e amortização de dívidas.
- 3) Fluxos de caixa de carteira de títulos: são motivados pela mudança na propriedade de ativos financeiros e de capital nas operações de aquisição e alienação de ativos. Podem ser resultado de compromissos financeiros anteriores e de curto prazo, necessários para completar o processo de produção.

De acordo com Minsky: “A instabilidade financeira está ligada à importância relativa da receita, dos balanços e dos fluxos de caixa em carteira numa economia” (2010, p. 283).

3.2.3 As posturas financeiras

A partir do estabelecimento das origens e das motivações para os diversos fluxos de caixa existentes, Minsky analisa então as diversas relações que se estabelecem entre os agentes econômicos e seus respectivos fluxos de caixa. Em sua análise, ele sugere uma tipologia de posturas financeiras adotadas pelos agentes, dentro do sistema econômico, atribuindo diferentes níveis de fragilidade financeira a cada uma destas posturas.

- Postura *Hedge*: As entradas do fluxo de caixa excedem as obrigações financeiras de curto prazo, ou seja, o agente financiado dispõe de recursos para honrar o pagamento tanto dos juros, quanto do principal do financiamento. Sua liquidez neste caso é crescente.
- Postura Especulativa: O fluxo de caixa no curto prazo é suficiente apenas para saldar as obrigações com os juros, a capacidade do agente de amortizar o

principal é limitada, implicando na necessidade de rolagem da dívida. A liquidez do agente não sofre variação.

- Postura *Ponzi*: Neste tipo de postura, o agente não dispõe da capacidade de saldar suas obrigações de curto prazo, nem mesmo dos juros. O agente se obriga a aumentar sua dívida para poder saldar seus compromissos, sua liquidez é decrescente.

Minsky faz questão de frisar que quando se trata do conjunto de uma economia, uma situação *hedge finance* é relativamente imune à crises financeiras. O mesmo não acontece com as economias implicadas em *speculative-finance* ou *Ponzi-finance*, que são mais predispostas a crises e que se encontram em posição financeira potencialmente frágil. (MINSKY, 2010, p. 283).

De maneira geral, unidades econômicas que se encontram imersas em posturas financeiras do tipo especulativo ou em esquemas *Ponzi*, estão vulneráveis a mudanças nos mercados financeiros, que podem frustrar suas expectativas de receitas, como também estão vulneráveis a mudanças nas taxas de juros, pela necessidade de refinar continuamente suas posições, desta forma, se tornam dependentes das condições do mercado financeiro para rolarem ou aumentarem suas dívidas. Para estas unidades, as crises financeiras são especialmente desafiadoras. (MINSKY, 2010, p. 290-291).

Nas palavras de Minsky: “Quanto maior o peso dos sistemas financeiros baseados em esquemas como o especulativo e o *Ponzi*, menor as margens gerais de segurança na economia e maior a fragilidade da estrutura financeira”. (2010, p.291).

A tese central da teoria minskyana se apóia na premissa de que é o sistema de financiamento dos investimentos ou da atividade bancária, que origina a instabilidade da economia capitalista. O financiamento da economia oscila entre estruturas robustas e frágeis

A tendência dos agentes econômicos de caminharem em direção a esquemas especulativos de financiamento ao longo do *boom* de investimentos é o que leva no final à crise financeira, à recessão ou a depressão econômica. Para Minsky, o

sistema financeiro capitalista é inerentemente instável em razão da sua estrutura institucional e de seu sistema político. (MINSKY, 2010, p. 303-304).

3.2.4 Os bancos e o sistema capitalista

De acordo com Minsky, os ciclos de investimento são naturais da economia capitalista. O financiamento dos investimentos neste tipo de economia se dá através de capital próprio das empresas ou do capital de terceiros. Os bancos são historicamente os principais financiadores do investimento das empresas, quando estas não o realizam com capital próprio. (MINSKY, 2010, p.306).

A função de financiador tem sido desempenhada pelos bancos, devido mais à arquitetura histórico-institucional das economias capitalistas, do que por sua função econômica. Em verdade, o financiamento do investimento, é perfeitamente realizável por um sem número de outros agentes, contudo, ainda cabe aos bancos, em especial aos comerciais, um papel de destaque na economia, justificado por seu tamanho e pelo fato de que seus passivos representam ainda a maior parte da oferta de capital.

No sistema bancário, o dinheiro é criado pelos bancos quando ofertam crédito à economia, ou seja, os bancos detêm a capacidade de criar moeda e de induzir a demanda efetiva. O tomador de crédito firma com o banco um compromisso de saldar o empréstimo no futuro, e ele o fará com o *quasi-rent* obtido com a utilização dos bens de capital financiados pelo banco. (MINSKY, 2010, p.307).

Minsky (2010, p. 307-324), define muito bem o objetivo dos bancos, a sua capacidade de criar moeda na economia e sua relação com a fragilidade financeira:

O dinheiro é criado na medida em que os banqueiros disponibilizam financiamento para o comércio, para os investimentos e para a aquisição de posições por meio de bens de capital. Um aumento na quantidade de dinheiro para negócios, por meio de empréstimos bancários, transforma o desejo por investimento ou bens de capital em uma demanda efetiva; a criação de dinheiro é parte do mecanismo por meio do qual o excedente é forçado e alocado à produção de bens específicos de investimento [...] Os banqueiros investidores conseguem o financiamento de investimento para os proprietários de bens de capital através de garantias e distribuição de novos títulos e ações, e abrindo mercados, como intermediários e negociadores, para os títulos e ações já existentes [...] A atividade bancária é dinâmica, rentável e inovadora [...] Bancos e banqueiros não são administradores passivos do dinheiro a ser emprestado ou investido; estão no negócio para

maximizar lucros [...] A fim de entendermos nossa economia, é necessário que tenhamos um olhar crítico e adequado do sistema bancário. Esta é uma força de ruptura que tende a induzir e ampliar a instabilidade. É também um fator essencial se o investimento e o crescimento econômico precisarem ser financiados [...] a fragilidade-robustez de uma estrutura financeira, sobre a qual a estabilidade cíclica da economia depende, emerge a partir dos empréstimos oferecidos por banqueiros. Se os banqueiros estiverem preocupados com o fluxo de caixa, tal postura conduzirá à sustentação de uma estrutura financeira robusta. Se a ênfase estiver, contudo, no valor das garantias e naquele esperado sobre os bens, isso levará ao surgimento de uma estrutura financeira frágil [...] Um banqueiro sempre está tentando encontrar uma nova maneira de emprestar, novos clientes e novas formas de adquirir fundos, ou seja, de emprestar; em outras palavras, está sob a pressão de uma necessidade de inovar sempre [...] a maior proporção de alavancagem bancária foi parte do processo que moveu a economia em direção à fragilidade financeira.

Pode-se ver no trecho acima que é a pressão por lucros, que leva o banco a buscar a inovação financeira, a qual é alcançada através da alavancagem financeira, ou seja, o banco passa a assumir riscos cada vez maiores em relação ao seu próprio capital, caminhando deliberadamente para a fragilização financeira. Quando este comportamento é disseminado no sistema, o resultado é a instabilidade e por fim a crise.

3.2.5 A Securitização para Minsky

De acordo com Minsky (2008), a securitização é apenas mais uma das formas, pelas quais se manifesta o impulso intrínseco do capitalismo financeiro em direção a fragilidade financeira e à instabilidade econômica. Para ele, a crise das pontas, o *boom* no preço das commodities e as crises de deflação de dívidas e ações, tem origem comum, nas práticas perigosas e desestabilizantes dos mercados financeiros altamente líquidos, que Minsky chamou de *managed money capitalism*.

As crises da economia capitalista são recorrentes e ocorrem com virulência. Estas crises são exacerbadas pela inação das autoridades em regular e pela crença dos agentes, na disposição do governo e do banco central em não permitir que nada de ruim aconteça à economia.

Minsky esquematiza textualmente a estrutura básica de um processo de securitização, estabelecendo as etapas e as funções de cada um dos agentes que participam do processo. Pode-se visualizar isso na reprodução do esquema a seguir e também na descrição conseguinte:

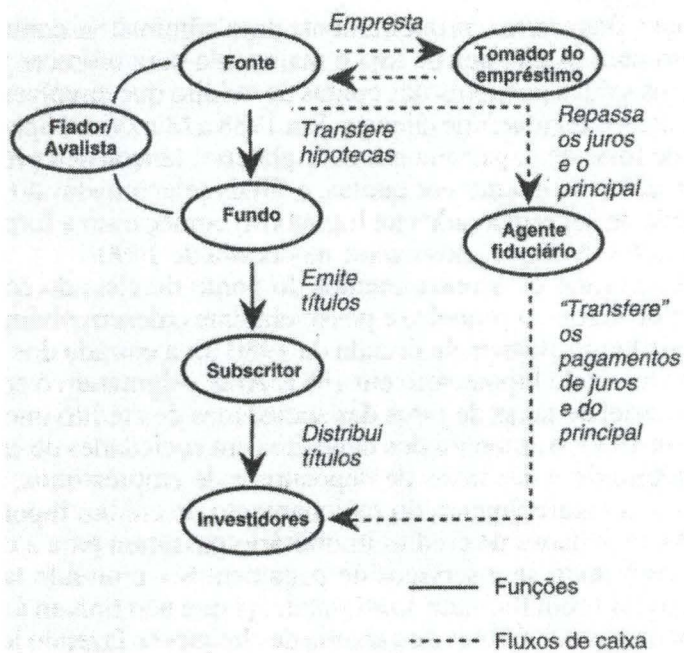


Figura 1: Esquema geral de uma securitização
Fonte: Howells & Bain, 2001, p. 281

Os agentes que participam da securitização são os seguintes:

- O devedor (*debtor*): corresponde ao tomador de empréstimo no esquema acima. Ele tem papel fundamental no processo, pois é a fonte dos fluxos de caixa que validam os títulos securitizados.
- O criador do papel (*paper creator*): É a fonte no esquema acima, trata-se do banco que estrutura e oferta o crédito, e que aceita a promessa de pagamento do devedor. Até aqui, os compromissos formalizados, baseiam-se em relações bancárias convencionais.
- O banco de investimento: este agente interage com muitas unidades diferentes dentro do processo. Pode assumir o papel do fundo e do subscritor no esquema acima. É ele que contata e negocia com o criador do papel, adquire o papel e funciona com uma ponte entre o banco originador do crédito e os investidores finais dos títulos. O banco de investimentos cria valores mobiliários (negociáveis), elabora maneiras de melhorar a qualidade do crédito através de seguros e estruturas complexas de garantias, agindo em conjunto com agências classificadoras de risco para aumentar o *rating* dos

títulos e justificar uma taxa de juros mais baixa para o papel, em razão dos elevados *ratings* de crédito.

- d) O agente fiduciário (*trustee*): age no interesse dos detentores de valores mobiliários, é ele quem mantém as garantias que servem de base para os valores mobiliários. Ele também é responsável por receber os fluxos de caixa dos instrumentos subjacentes e os encaminhar aos titulares dos valores mobiliários, ele está habilitado a executar as garantias, em situações de risco para os titulares de valores mobiliários de acordo com a hierarquia de direitos pré-estabelecida, quando o *rating* dos títulos cai abaixo de certo nível. Pode fazer parte do conjunto de garantias, o compromisso do banco originador de adquirir os títulos de volta para seu próprio balanço, se eles não puderem ser vendidos a um preço garantido, ou se seu *rating* de crédito de deteriorar.
- e) Os serviços de classificação: As agências classificadoras de risco são as responsáveis por esta etapa. Elas classificam os títulos resultantes da securitização em classes de risco, permitindo que possam ser vendidos a investidores em diferentes grupos de risco e rentabilidade. Muitas vezes há o compromisso contratual de manter pelo menos alguns dos títulos em uma classe específica de baixo risco, se os valores mobiliários caírem abaixo de uma determinada classificação o agente fiduciário é instado a agir para proteger os interesses dos detentores de valores mobiliários. Isso pode levar à venda dos ativos que servem de garantia aos títulos.
- f) O formador de mercado (*market maker*): É dele a responsabilidade de “fabricar” um mercado secundário para a negociação dos títulos, nos casos em que não há suficiente liquidez na negociação dos mesmos. Seu papel também pode ser o de estabilizar o mercado, colocando ofertas de compra para os papéis em momentos de estresse do mercado. Pode ser o subscritor ou ainda um distribuidor autorizado.
- g) Os financiadores (*funders*): são os investidores em papéis, agentes econômicos que aplicam recursos na compra de títulos securitizados, tais como famílias, fundos de pensão, seguradoras, bancos e instituições de investimento estrangeiras.

Para Minsky, a securitização leva à criação de papéis financeiros que são adequados à estrutura financeira global. Este tipo de inovação, também reflete a mudança no peso dos bancos como intermediários de recursos para financiamento, com o conseqüente aumento da participação das captações via mercado de capitais e perda da importância dos bancos (MINSKY, 2008).

De acordo com Minsky, as inovações seriam uma resposta à política monetária de combate à inflação, que coloca os bancos em desvantagem competitiva em termos de crescimento de curto prazo de sua capacidade de financiar os ativos. Além disso, a restrição monetária oferece oportunidades de lucro para as técnicas inovadoras de financiamento, abrindo oportunidades para técnicas de financiamento não-bancário (MINSKY, 2008).

A Securitização é também uma resposta à estrutura de custos dos bancos tradicionais. Os bancos parecem precisar de uma margem de 450 pontos-base como *spread* para operarem com lucro em atividades de intermediação financeira tradicional, enquanto que os fornecedores de financiamento mais inovadores conseguem oferecer dinheiro a um custo mais baixo, o que lhes oferece uma grande quantidade de lucro e espaço para crescer (MINSKY, 2008).

Minsky, afirma ainda que a securitização não sofre qualquer constrangimento em sua expansão, pois não há recurso ao capital do banco, uma vez que os créditos não absorvem reservas bancárias, pois são tratados como atividades fora de balanço. Tanto a absorção de capital e reservas podem ocorrer na fase inicial da concessão do crédito, antes de os títulos serem criados e distribuídos. Mas uma vez que os títulos são removidos do balanço do banco, nem o capital, nem as reservas são mais comprometidas. Isso significa na prática, que a securitização permite aos bancos escapar dos regulamentos de exigência de capital mínimo, permitindo uma grande alavancagem para os bancos, fora do balanço patrimonial (MINSKY, 2008).

Por fim, Minsky argumenta que a securitização, foi responsável por dois importantes acontecimentos: a globalização das finanças e o declínio da intermediação financeira bancária, em favor do dinheiro gerenciado em busca de retornos. Ele afirma ainda que os ativos financeiros dos bancos passaram de cerca de 50 por cento em 1950 para cerca de 25 por cento em 1990, e que as inovações

financeiras expandiram a disponibilidade de crédito, empurrando para cima os preços dos ativos, o que por sua vez levou a mais inovação para aproveitar as oportunidades de lucro, mas também a uma maior alavancagem da economia, baseada em dívidas, o que tem levado a economia em direção a mais fragilidade financeira e à instabilidade que decorre dela (MINSKY, 2008).

4 INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA

O crescimento e o desenvolvimento de uma economia estão ligados diretamente à sua capacidade de realizar investimentos. Economias monetárias complexas, como a brasileira, necessitam de sistemas de financiamento capazes de transferir recursos dos agentes superavitários, para os agentes deficitários, interessados na realização de investimentos e na ampliação da capacidade produtiva da economia.

Tradicionalmente a tarefa de financiar investimentos, vem sendo desempenhada pelos bancos, através do processo de intermediação financeira. Neste processo, os bancos atuam como intermediários entre os detentores de recursos e os tomadores de recursos. O banco toma parte no processo, ao promover de forma indireta, a aproximação destes dois agentes econômicos, através da aceitação de depósitos e da realização de empréstimos, tornando-se ao mesmo tempo, devedor e credor, sujeitando-se ao risco de crédito do tomador de recursos e ao risco de liquidez do depositante. Será desta forma, exigida pelo banco, uma remuneração pelos riscos em que incorre, tanto do lado passivo, como do lado ativo das operações.

O banco realizará a operação de empréstimo, se as taxas de juros pagas na captação forem menores do que as taxas recebidas pelo empréstimo. Essa diferença, o *spread bancário*, representa a remuneração bruta auferida pelo banco, como contraprestação por seus serviços.

De acordo com Caminha¹ (2007, p. 17), “intermediários financeiros são aquelas instituições que se põem entre os fornecedores e os consumidores de

¹ CAMINHA, U. Securitização, 2ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2007.

capital”. A definição acima é abrangente o suficiente para conter instituições financeiras dos mais variados tipos, sem colocar ênfase nos bancos.

Num sentido mais restrito, a descrição de Carvalho² *et al.* (2007, p. 217) de atividade financeira intermediada, é esclarecedora:

Relações financeiras intermediadas são aquelas em que uma instituição financeira interpõe suas próprias obrigações no processo de canalização de recursos do prestador último ao tomador último. Tipicamente, bancos operam captando depósitos, isto é, assumindo obrigações junto aos depositantes, usando os recursos assim obtidos para comprar ativos sob a forma da dívida dos tomadores. O depósito que o cliente faz é, na verdade, um empréstimo feito ao banco que tem de ser devolvido quando o cliente quiser (caso dos depósitos à vista) ou em datas preestabelecidas (no caso dos depósitos à prazo). Uma vez de posse desses “empréstimos”, o banco pode usá-los para, ele próprio, fazer empréstimos aos seus próprios clientes, como, por exemplo, firmas que precisam de capital de giro, consumidores que querem comprar bens duráveis de consumo, etc. Neste caso, os depositantes não têm direitos sobre os ativos criados pelos tomadores, mas apenas sobre as obrigações criadas pelos bancos, que detêm, por sua vez, direitos contra os tomadores finais. Em compensação, o risco de crédito (o risco de *default*, por parte dos tomadores) recai sobre a instituição bancária que fez o empréstimo, não sobre o depositante. Se os tomadores dos empréstimos não os pagarem de volta, o banco ainda assim terá de honrar os depósitos existentes. O depositante, portanto, empresta ao banco, não ao tomador último. *O mercado de crédito é neste sentido, intermediado.* (CARVALHO, F. *et al.*, 2007, p. 217).

Em oposição à intermediação, as relações financeiras desintermediadas, pressupõem o financiamento direto dos agentes deficitários (tomadores de recursos) pelos superavitários (detentores de recursos financeiros). Essa relação se dá através da colocação de títulos mobiliários, representativos de dívida, pelos tomadores de recursos, os quais são subscritos pelos detentores de recursos, sem a intermediação e assunção de riscos por parte de um banco. Neste caso, o risco de crédito do tomador, é assumido integralmente pelo prestador. É interessante notar, que nas relações de financiamento desintermediadas, a figura da instituição financeira não está ausente do processo, tomadores e prestadores de recursos não transacionam diretamente, mas sim, por intermédio de uma instituição financeira. A diferença então, entre relações intermediadas e desintermediadas, não está na ausência do intermediário, mas sim, na função que cabe a este último dentro do processo.

² CARVALHO, F. *et al.* Economia monetária e financeira: teoria e política, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.

Nas relações desintermediadas, a instituição financeira não se torna parte do processo, sua função limita-se aos esforços de colocação dos papéis no mercado, seu trabalho é de corretagem, de prestação de serviço, de fornecimento de informação, aproximando tomadores e detentores de recursos. Os riscos da instituição, contudo, não estão ausentes, pois ela apenas troca o risco de crédito e de liquidez da relação intermediada, pelo risco de mercado³ na desintermediação. Conforme Carvalho, *et al.* (2007, p. 217) “nas atividades de subscrição de papéis para posterior colocação, a instituição financeira suporta o risco de mercado, isto é, a possibilidade de que o mercado não absorva os papéis subscritos”.

Considerando que está em curso no Brasil e no mundo um processo de mudança no modelo de financiamento dos investimentos, que culmina na redução da importância dos bancos e da intermediação financeira no processo de financiamento, podemos concluir que a securitização, além de se constituir num mecanismo de administração de ativos e passivos para os bancos, também se caracteriza como um meio de se contrapor à desintermediação financeira, participando dela pela reformulação de suas atividades.

A classificação de sistemas financeiros nacionais proposta por Carvalho *et al* (2007), sugere a diferenciação dos sistemas de financiamento em dois tipos, o sistema financeiro baseado em crédito e o sistema financeiro baseado em mercado. No primeiro tipo, a intermediação financeira é fundamental para o processo de financiamento do investimento, temos a figura do banco como intermediário entre os agentes superavitários e os agentes deficitários da economia. Já no segundo sistema, há preponderância de relações de financiamento diretas, sem a necessidade da intermediação dos bancos, neste caso, desaparece a figura do intermediário, e o financiamento das empresas é feito via mercado de capitais, com os agentes superavitários comprando títulos de dívida diretamente das companhias que precisam se financiar.

³ Nos contratos de prestação de serviços de colocação de títulos, a instituição financeira, pode ou não correr o risco de mercado, a depender das cláusulas contratuais pactuadas. No regime de Garantia Firme ou *Underwriting Firme*, a instituição se compromete a subscrever uma fração ou a totalidade dos papéis não subscritos pelo mercado. Já no regime de Melhores Esforços ou *Best Effort Underwriting*, a instituição assume apenas o compromisso de realizar os melhores esforços de colocação junto ao mercado, sem a obrigação de subscrever as sobras de títulos.

Os bancos como instituições ativas e inovadoras que são, recorrem à securitização, para contornar a perda de competitividade no fornecimento de dinheiro ao público, pois se a intermediação se tornar cara demais, inevitavelmente os bancos mudarão sua forma de atuação, garantindo os lucros e a própria sobrevivência, uma vez que se inserem na dinâmica do modelo de financiamento baseado na securitização como atores do processo. O mercado bancário apenas troca o spread das operações intermediadas pela comissão advinda da “colocação” de títulos securitizados no mercado.

4.1 Origem e caracterização da securitização

O termo securitização foi utilizado pela primeira vez em 1977, no *Wall Street Journal*, para designar uma operação do mercado imobiliário, que consistia na emissão de um título (*security*) garantido por hipoteca de imóvel. Na falta de uma palavra melhor, o responsável pela operação a descreveu como *securitization*, cuja tradução mais próxima no português seria “titularização”⁴.

A securitização pode ser entendida de duas maneiras distintas. Serve para designar um tipo de operação financeira inovadora na qual, títulos mobiliários são emitidos, tendo como base um ativo qualquer, representativo de um fluxo de recebimentos futuros. Alternativamente, a securitização também serve para designar um processo mais amplo de desintermediação financeira e criação de liquidez dentro do sistema financeiro.

De acordo com Carvalho *et al* (2007, p. 290), existem dois tipos de securitização, correspondendo cada uma a um tipo de processo financeiro:

Securitização primária corresponde ao apelo crescente à colocação direta de papéis de tomadores junto ao público não-financeiro, em substituição ao crédito bancário anteriormente utilizado [...] já a securitização secundária refere-se ao processo de transformação sofrido pelos próprios intermediários financeiros que buscam se adaptar às novas tendências do mercado. Neste caso, o que é securitizado são os ativos dos bancos, representados por empréstimos originalmente realizados aos tomadores finais.

⁴ RANIERI, Lewis. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potencial. In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Coord.) op. Cit., p.30. Disponível em: <http://books.google.com.br/books> - A Primer on Securitization.

A partir desta distinção entre os dois tipos de securitização, é importante ressaltar que durante o desenvolvimento deste trabalho, voltaremos nosso interesse principalmente, para os desdobramentos econômicos da securitização secundária.

Como inovação financeira, a securitização surgiu nos Estados Unidos, na década de 1970, como consequência do processo de desregulamentação financeira e da política monetária contracionista adotada pelo governo americano. Neste cenário, a securitização aparece como uma alternativa à desestruturação do sistema de poupança e empréstimo norte americano (*savings and loan (S&L) industry*), ocorrida após o aumento das taxas de juros no final da década⁵ (CARVALHO, 2007).

Através da securitização, ativos ilíquidos que se encontrem no balanço de um banco, podem ser transformados em títulos negociáveis, cuja fonte de remuneração advém dos pagamentos de juros e amortização dos empréstimos por parte dos tomadores de crédito imobiliário por exemplo. A venda dos títulos, permite aos bancos obter novo capital para suas operações, ao mesmo tempo que cria novas oportunidades de investimento para os aplicadores.

A securitização ou reciclagem de créditos têm sua origem na transformação qualitativa de ativos⁶, pois consiste na criação de um novo ativo financeiro, através da alteração das características dos ativos que lhe são subjacentes. Pode-se, por exemplo, modificar a divisibilidade, a liquidez, ou mesmo a classificação de risco de um ativo (CAMINHA, 2007, p.21).

Apesar disso, a idéia de reunir empréstimos, direitos ou obrigações em *pool* e emitir títulos, com base nos fluxos de caixa futuros destes ativos, não eram uma prática que pudesse ser considerada inovadora à época da criação do termo, pois estrutura financeira semelhante, já havia sido utilizada antes nos mercados de capitais norte-americanos. Na década de 1930, em meio a grande depressão, o governo dos EUA, no afã de proporcionar novas formas de financiamento para o combalido mercado imobiliário, teria feito as primeiras operações que poderiam ser chamadas de securitização (CAMINHA, 2007, p.39).

⁵ Para uma visão completa do assunto, consultar a página do FIDC em: http://www.fdic.gov/bank/historical/history/167_188.pdf

⁶ Para mais informações, ver Caminha, U., Securitização, pág. 21.

Em termos de objetivos, podemos dizer que a idéia inicial ao se utilizar da securitização, era a de criar liquidez para os contratos de hipotecas dos Estados Unidos. Numa tradução livre, securitização seria algo como “titularizar” alguma coisa, ou seja, transformar um fluxo de caixa futuro qualquer, num título ou valor mobiliário, que pudesse ser vendido ao público investidor em geral.

Trata-se tão somente de pegar um fluxo de caixa futuro, que pode ser representado por uma infinidade de créditos diferentes (hipotecas, leasing de carros, recebíveis de cartão de crédito, royalties, subsídios à receber, créditos tributários, etc) e calcular o seu valor atual ou valor presente (*present value*), descontando a fluxo de caixa a uma dada taxa de juros, que sirva para remunerar o originador do crédito, a companhia securitizadora e finalmente o investidor.

A securitização permite a transformação do estoque de contratos de crédito (empréstimos) dos bancos, em ativos líquidos. O banco recebe novos recursos para incrementar o crédito, enquanto os investidores recebem um título com lastro real (recebíveis, hipotecas, empréstimos educacionais, leasing de veículos, leasing de aeronaves, etc.), que atende perfeitamente suas necessidades de aplicação de recursos financeiros.

Na prática, trata-se de uma reciclagem de créditos por parte do originador do crédito (em geral um banco). Um contrato de empréstimo imobiliário que ficaria anos no balanço do banco é transformado em título (num pool de empréstimos, uma tranche) e repassado a investidores de longo prazo (investidores institucionais), estes por sua vez, em troca dos fluxos futuros de renda dos ativos que lastreiam o título, adiantam para o banco os recursos descontados. Com a possibilidade de adiantar fluxos futuros, o banco pode agora aumentar seus empréstimos com base em novo capital.

4.2 Mercado de crédito no Brasil

Para podermos contrapor a securitização com o mercado de crédito bancário tradicional, é necessário traçar um cenário do crédito na economia brasileira. A expansão nos volumes de crédito é um fato observado em nossa economia nos

últimos anos. A maneira como esta expansão de deu e ainda, a forma como continuará a se expandir é que são importantes aqui.

O aumento do volume de crédito como proporção do Produto Interno Bruto (PIB) nos últimos dois anos, pode ser visto no gráfico abaixo, o qual relaciona o saldo de crédito na economia como percentual do Produto Interno Bruto (PIB) e o percentual de créditos com boa classificação de risco, de AA até C⁷.

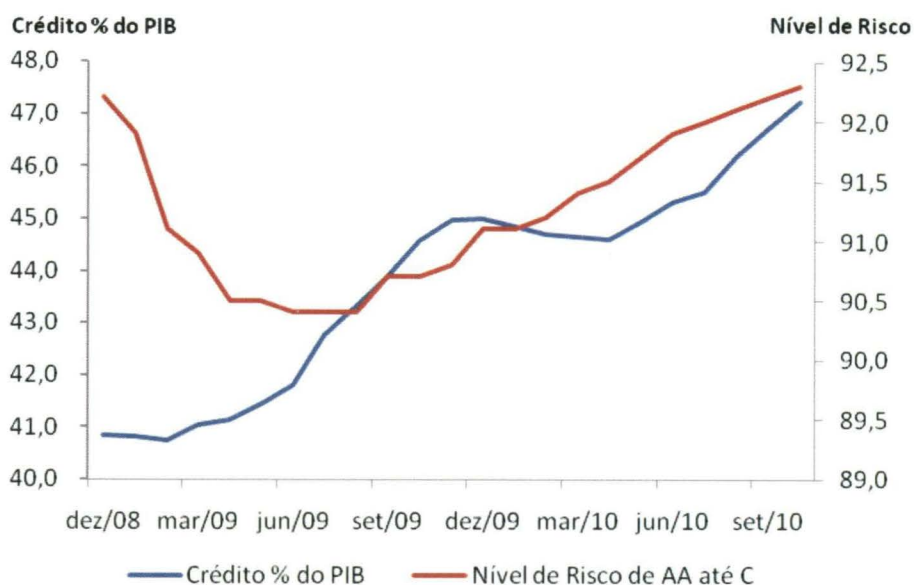


Gráfico 1 – Volume crédito % do PIB e nível de risco.
Fonte: BACEN

É possível verificar, que o crédito avançou de 40,8% em dezembro de 2008, para 47,2% do PIB em Outubro de 2010, um acréscimo de 6,4 pontos percentuais. O percentual da carteira de crédito classificada como de baixo risco, inicialmente sofreu uma queda, passando de 92,2% em dezembro de 2008 para 90,4% em agosto de 2009, o que é condizente com o aumento do volume de crédito, contudo, a partir de setembro de 2009, o percentual de créditos com boa classificação de risco passa a aumentar, apesar da expansão do volume, chegando ao mesmo nível de antes da expansão de dezembro de 2008.

Os dados mostram que apesar de o crédito total da economia brasileira ter crescido em 6,4 pontos percentuais como proporção do PIB, o nível de risco da carteira variou, mas acabou retornando ao mesmo patamar ao fim do período,

⁷ Para maiores informações acerca da metodologia de classificação de risco de crédito, e provisão para créditos de liquidação duvidosa, ver Resolução BACEN 2.682/09.

demonstrando que o avanço ocorreu sem o incremento de risco, ou pelo menos sem a incorporação de tomadores de crédito de risco elevado. Preservaram-se os ratings de crédito, ao mesmo tempo em que se fez avançar o crédito, o que podemos considerar uma postura conservadora de concessão de crédito, condizente com uma estrutura financeira mais estável e robusta.

No gráfico 2, é possível visualizar o comportamento dos índices de inadimplência e de provisão para risco de crédito, como percentual do saldo total de crédito da economia.

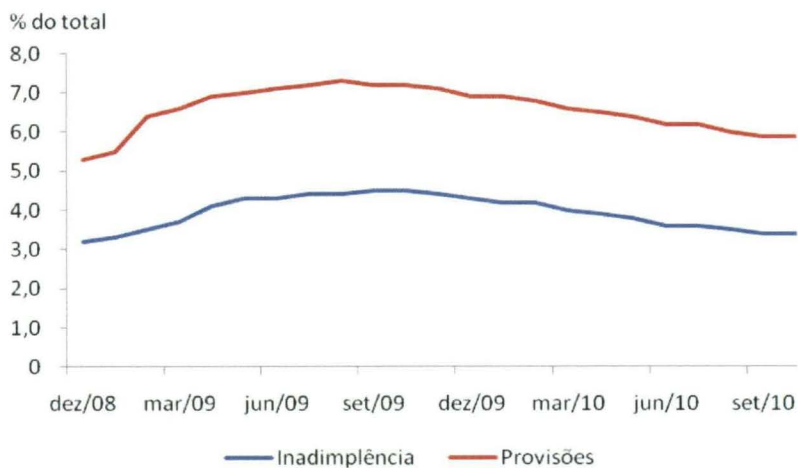


Gráfico 2 – Inadimplência e provisões do saldo total de crédito %.
Fonte: BACEN

Depreende-se do gráfico, que o índice de inadimplência se encontra na faixa de 3 a 4% do saldo, com uma leve tendência de baixa. As provisões para créditos de liquidação duvidosa acompanham a tendência da inadimplência. A leitura do cenário não apresenta movimentos bruscos, o que poderia ser interpretado como um piora nas condições de crédito.

4.3 Regulação Prudencial

Quando se trata de medir a vulnerabilidade de um sistema financeiro, é necessário analisar a sua exposição a riscos. De acordo com Minsky, tradicionalmente a exposição dos bancos a riscos era limitada pela possibilidade de

falência das instituições, o que as levava a adotar uma postura mais prudente. A partir do momento em que o governo e o banco central passaram a garantir os depósitos e os portadores de obrigações, a postura dos bancos mudou, e estes passaram a assumir mais riscos em busca de maiores lucros. (Minsky, 2010, p.328-329).

Os resgates de bancos promovidos pelos bancos centrais com o objetivo de evitar crises e depressões têm como efeito colateral a validação de práticas financeiras temerárias pelos bancos. Uma das maneiras de evitar tais práticas é a adoção de sistemas de regulação, adoção de padrões de adequação de capital mais rígidos e reservas compulsórias. A manutenção de reservas bancárias é um indicativo da exposição a risco dos bancos, pois reflete seu grau de alavancagem, quanto maior as reservas, menor é a alavancagem e o risco.

No Brasil, a regulação financeira, especialmente no sistema bancário, é exercida de forma bastante ativa, quando comparada a outras economias capitalistas. De acordo com o Banco Central (Relatório de Estabilidade Financeira, Set/2010, p.7):

Os ativos líquidos do sistema bancário são suficientes para suportar suas operações, inclusive em situações de estresse. Apesar do crescimento do crédito e da recomposição dos recolhimentos compulsórios, que retornaram aos níveis pré-crise, o sistema bancário obteve fontes de financiamento sem comprometimento da sua liquidez

Neste sentido, o BACEN vem atuando de forma a conter a expansão do crédito verificada no gráfico 1, aumentando o recolhimentos de reservas compulsórias sobre depósitos à vista de 8% para 12% e nos depósitos à prazo, de 15% para 20%. Em relação às obrigações visíveis dos bancos, fica clara a postura prudencial dos reguladores brasileiros.

Os bancos segundo Minsky tendem a reagir ao incremento da regulação que exige volumes maiores de reservas, incrementando as operações fora de balanço, numa tentativa de escapar à regulação e manter os lucros:

A capacidade de criar substitutos para as reservas e para minimizar sua absorção é uma propriedade essencial de um sistema bancário que maximiza sua lucratividade. Se o impulso em direção à fragilidade financeira precisa ser contido, então restrições contra as proporções de alavancagem

bancária e o crescimento interno de patrimônio acionário por meio de retenção de ganhos poderão ser necessárias.

4.4 Securitização no Brasil

A securitização imobiliária no Brasil está fundamentada na Lei 9.514/97, que instituiu o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). No Brasil a securitização é realizada através da emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) pelas Companhias Securitizadoras.

O SFI representou uma novidade na organização jurídico-econômica das relações de empréstimo entre instituições financeiras e tomadores de crédito, pois criou a figura da alienação fiduciária de bens imóveis, em substituição à hipoteca. A alienação fiduciária tornou mais ágil e concreta e retomada de bens imóveis dados em garantia dos empréstimos imobiliários, em caso de inadimplência do tomador de crédito. Isso validou a emissão de CRIs garantidos por bens imóveis, pois já não havia dúvidas quanto a execução rápida da garantia (REVISTA do SFI, 2010, nº 31).

No Brasil, a securitização ainda não alcançou uma posição de destaque como instrumento de financiamento. A quantidade de registros de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) na CVM tem aumentado ao longo do tempo, mas o volume de recursos ainda representa uma fração pequena do total de crédito da economia, como pode ser visto no gráfico 3:

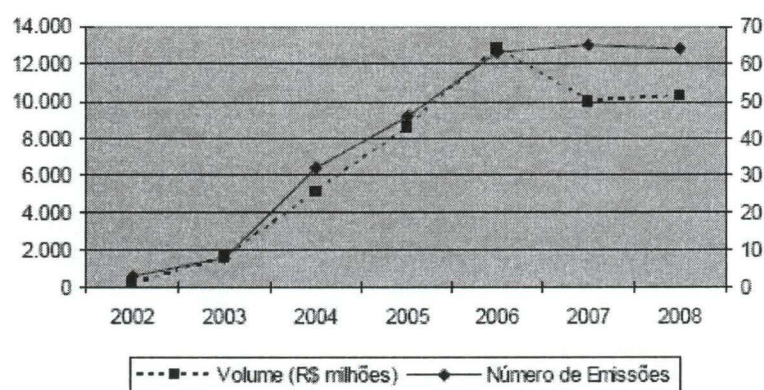


Gráfico 3 – Ofertas primárias de FIDC registradas na CVM – 2002 a 2008
Fonte: LIMA e OLIVEIRA (2009).

Para efeito de comparação, pode-se ver no gráfico 4, o volume total de crédito e seu componente crédito imobiliário:

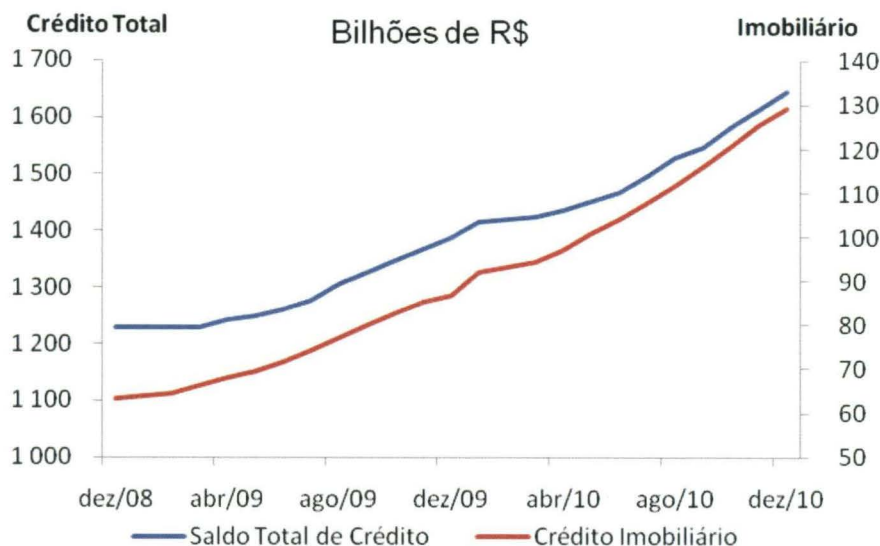


Gráfico 4 – Saldo total de crédito e crédito imobiliário.
Fonte: BACEN

Na comparação dos gráficos, é possível notar que o volume de emissão de FIDC em 2008 foi de cerca de R\$ 10 bilhões, enquanto que o total de crédito em dezembro de 2008, alcançou R\$ 1,22 trilhão de reais, ou seja, a securitização de recebíveis representou menos de 1% do volume de crédito da economia, apesar do elevado crescimento visto no gráfico 3.

Se olharmos a securitização pela ótica minskyana, veremos que ele considera esta inovação como potencialmente desestabilizadora para o sistema financeiro. Como no Brasil a participação da securitização no financiamento ainda é ínfima e os riscos são proporcionais ao montante das inovações, pode-se considerar que atualmente são pouco relevantes para o conjunto do sistema.

Algumas pré-condições ainda não foram plenamente satisfeitas, para que se tenha um mercado de securitização significativo no Brasil. Uma delas é a existência de um mercado secundário para a negociação dos títulos, onde se realizam as operações de compra e venda dos títulos securitizados já em circulação, permitindo que aplicadores que não mais desejam manter recursos neste tipo de ativo, façam sua desmobilização.

É o mercado secundário que deve criar para os títulos securitizados, a liquidez que inexiste para os empréstimos bancários tradicionais. Além disso, o mercado deve ser bastante ativo, ou seja, deve haver muitos compradores e muitos vendedores, para que a formação do preço do ativo seja economicamente eficiente, em termos de prazo, preço e quantidade desejada.

As altas taxas de juros que ainda predominam na economia brasileira, são um entrave adicional ao avanço da securitização, pois os aplicadores dispõem de alternativas mais rentáveis para aplicar seus recursos financeiros, em comparação com os títulos securitizados, o que limita o tamanho do mercado de securitização.

De acordo com Minsky, a securitização é viável quando a taxa de juros paga pelos papéis é menor que o rendimento esperado dos fluxos de caixa recebidos dos tomadores do crédito. (MINSKY, 2008).

No caso brasileiro, para que a proposição de Minsky fosse verdadeira, as taxas de juro do crédito habitacional, que oscilam atualmente entre 5% e 12% a.a., mais a correção da TR, deveriam subir para viabilizar um mercado de securitização, permitindo que o rendimento dos títulos securitizados se equipara-se ao rendimento dos títulos públicos. Obviamente tal suposição é um tanto absurda, pois taxas de juros elevadas no crédito habitacional, são um entrave ao crescimento do próprio crédito e por consequência da securitização.

Os volumes de crédito habitacional securitizado através da emissão de CRIs no Brasil, são mostrados no gráfico abaixo:

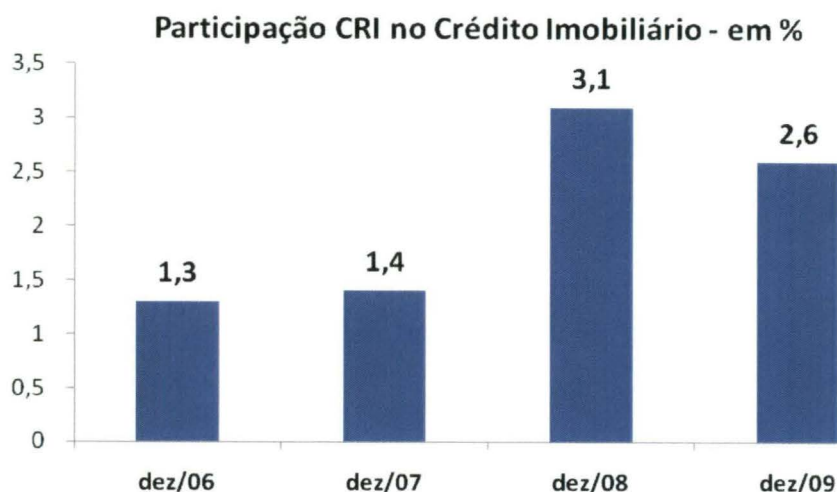


Gráfico 5 – Participação percentual dos CRI no total do crédito imobiliário.
Fonte: ABECIP

Pode-se verificar que a securitização no Brasil, ainda não alcançou relevância frente às fontes tradicionais de financiamento bancário. A participação da securitização como percentual do crédito total e do crédito imobiliário ainda é baixa.

Os principais compradores dos CRIs no Brasil ainda são as instituições financeiras, que os utilizam para atingir os níveis mínimos da exigibilidade de aplicação de recursos no crédito habitacional.

A postura conservadora dos bancos brasileiros, acostumados historicamente a lucrar com títulos públicos indexados à inflação, e mais recentemente com a concessão de crédito a altas taxas de juros, auferindo elevados *spreads*, pode também servir como justificativa para o não avanço da securitização, do modo como ocorreu em outras economias como os EUA e a Inglaterra

Os bancos brasileiros ao que parece não se relacionam muito bem com a idéia da cessão de seus créditos, que são de alta qualidade, conforme demonstrado no gráfico 1. Nas circunstâncias atuais do mercado bancário brasileiro, a manutenção dos clientes na carteira do banco, além de rentável, parece ser mais interessante do ponto concorrencial, pois permite ao banco criar uma relação duradoura com o cliente, abrindo caminho para a realização de diversos outros negócios ao longo do tempo.

5 CONCLUSÃO

A teoria keynesiana, nos mostra como os agentes econômicos tomam suas decisões de investimento, baseados na situação presente da economia, minimizando variáveis futuras em razão de sua incerteza e priorizando as variáveis do presente. A possibilidade de não validação dos investimentos realizados e dos resultados esperados, nunca está completamente ausente do sistema econômico. Os agentes econômicos estão sempre em busca de uma combinação adequada de ativos de investimento e de ativos monetários que proporcionem liquidez, com base em suas funções individuais de preferência pela liquidez.

Nas economias capitalistas, o financiamento dos grandes investimentos é em geral realizado com capital de terceiros. A necessidade de financiamento através de capital de terceiros (alavancagem) é a variável que estimula mudanças nas estruturas financeiras dirigidas à promoção do investimento. Inovações financeiras são implementadas para suportar a demanda incremental por financiamento, que se desenvolve durante o *boom* de investimento.

Minsky mostra que a economia capitalista é apenas “condicionalmente coerente”, com períodos de tranqüilidade desestabilizadora, que leva os agentes a assumir maiores riscos e adotar um comportamento inovador, motivado pela busca do lucro. Os bancos movem-se da mesma forma, em direção à inovação financeira, ao mesmo tempo em que os investidores, por conta do excesso de otimismo, são levados a adotar posturas financeiras frágeis, como a especulativa e a *Ponzi*. Esta é a sucessão de eventos que para Minsky, origina a instabilidade financeira e as crises.

Nos momentos em que predomina o otimismo entre os agentes econômicos, e o estado de confiança na economia é elevado, o crédito para investimentos é abundante, as exigências para concessão de empréstimos são flexibilizadas e a liquidez é ampla. Quando ao final de um ciclo advém a frustração, novos investimentos deixam de ser realizados, e os investimentos passados não são validados, o crédito torna-se escasso e aumenta a preferência pela liquidez. Os bancos reduzem a oferta de crédito, preservando sua liquidez, o que acaba

amplificando as crises. A exposição teórica minskyana é essencialmente positiva, ou seja, ele se limita a descrever o modo de funcionamento da economia capitalista.

As dificuldades em lidar com a tendência da economia capitalista à instabilidade financeira constituem o grande desafio das autoridades reguladoras dos sistemas financeiros nacionais.

No caso brasileiro, defendeu-se no trabalho que a atuação dos reguladores brasileiros tem sido exitosa em conter a instabilidade financeira, da forma como ela é descrita na teoria de Minsky. De maneira geral, a regulamentação financeira no Brasil é ampla e eficaz. O regulador tem atuado de forma firme na preservação da estabilidade, por meio de instrumentos como a contenção do crédito e a elevação da exigência de reservas compulsórias sobre depósitos à vista e a prazo.

Inovações financeiras como a securitização de recebíveis e créditos imobiliários, não alcançaram ainda muita representatividade no Brasil. Inúmeros motivos existem para isso, como por exemplo, as altas taxas de juros vigentes em nosso país, contudo, a investigação de tais motivos, foge ao escopo do trabalho.

A tendência à desintermediação financeira observada em âmbito mundial e relatada por Minsky, não encontrou ainda muito espaço no Brasil, onde a intermediação bancária, ainda responde pela maior parte do crédito para investimento na economia. Os mercados desintermediados de títulos e ações, ainda estão numa fase de desenvolvimento e crescimento no Brasil.

Em síntese, vimos que os processos de securitização ainda são novos no Brasil e representam apenas uma parte pequena do financiamento total e de sua componente imobiliária, no conjunto da economia. A proporção do crédito bancário, ainda é alta no Brasil, e a qualidade do crédito concedido é boa, apesar da expansão verificada nos volumes. Por fim, viu-se que a realidade do capitalismo financeiro descrita por Minsky para o caso dos EUA, diverge do caso brasileiro.

REFERÊNCIAS

ABECIP, Revista do SFI. Nº 31, Ano 14. São Paulo, 2010.

CAMINHA, U. Securitização. 2ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

CARNEIRO, D. D.; GOLDFAJN, I. A Securitização de Hipotecas no Brasil, Texto para Discussão. Rio de Janeiro, 2000.

CARVALHO, F. J. C. de; SOUZA, F. E. P.; PAULA, L. F. R.; STUDART, R. Economia Monetária e Financeira. Teoria e Política. 2ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

KEYNES, J. M. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. 1ª ed. 14ª reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.

MINSKY, H. P. Estabilizando uma Economia Instável. 1ª ed. São Paulo: Novo Século, 2010.

MINSKY, H. P. Securitization. Policy Note. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College, 2008.

PULINO, M. V. Z. O custo de capital em operações de securitização de recebíveis de empresas não-financeiras por meio da emissão de quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs. São Paulo, 2008.

SCHOLTENS, B.; WENSVEEN, D. The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What it Does (Not) Explain. SUERF – The European Money and Finance Forum. Vienna, 2003.