

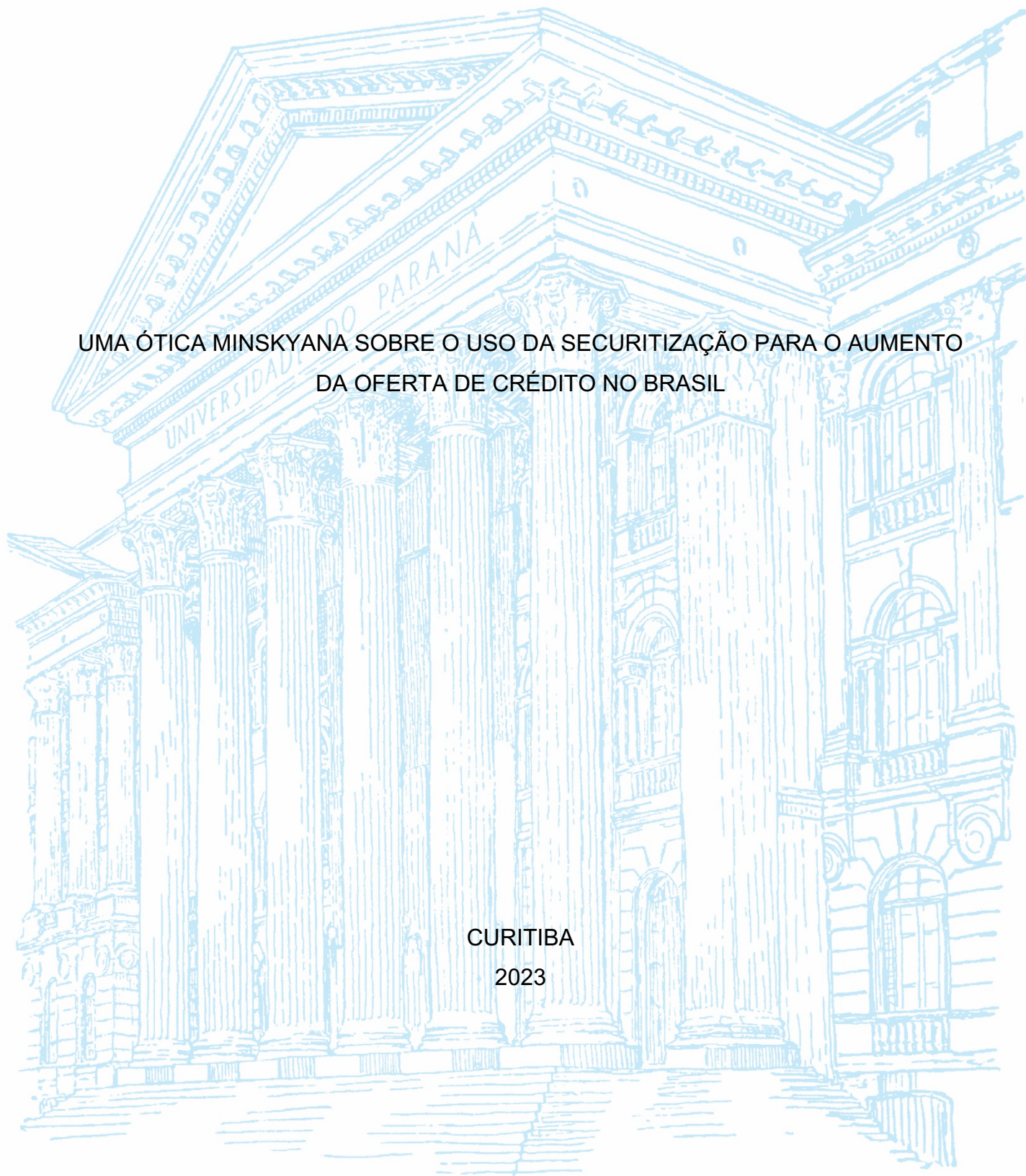
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

IGOR BUENO MAGELA

UMA ÓTICA MINSKYANA SOBRE O USO DA SECURITIZAÇÃO PARA O AUMENTO
DA OFERTA DE CRÉDITO NO BRASIL

CURITIBA

2023



IGOR BUENO MAGELA

UMA ÓTICA MINSKYANA SOBRE O USO DA SECURITIZAÇÃO PARA O AUMENTO
DA OFERTA DE CRÉDITO NO BRASIL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador(a): Prof(a). Dr(a). Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA

2023

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer aos meus pais, Elaine e Geraldo, pelo apoio que sempre me deram. Se não fosse pelo incentivo constante ao estudo, ao longo de minha infância e adolescência, talvez não tivesse a oportunidade de ser aprovado e, agora, concluir minha formação em Ciências Econômicas em uma Universidade Federal. Além disso, sou enormemente grato por todo o amor dado e por terem apoiado meus planos, mesmo que estes incorressem em uma distância física entre nós.

Junto a eles, agradeço aos meus demais familiares, amigos e namorada, que, em sua companhia, fazem da minha vida muito mais prazerosa. Vista a lista extensa de nomes que faz parte desse grupo, não me atreverei a citá-los, pois certamente me esqueceria de alguém. Ainda assim, meus verdadeiros agradecimentos se estendem com a mesma intensidade e tenho certeza de que aqueles que estiveram próximos irão se identificar.

Adicionalmente, gostaria de estender o meu muitíssimo obrigado a toda à equipe da Universidade Federal do Paraná. Professores, monitores, guardas de segurança, funcionários do Restaurante Universitário, bibliotecários e empregadas da limpeza. Todas essas foram partes indispensáveis para a minha formação. Por causa delas, tive a oportunidade de assistir a excelentes aulas, ministradas por profissionais competentes, sem me preocupar com questões externas, como fome, segurança ou limpeza dos ambientes. Tudo esteve sempre disponível da melhor forma e a importância disso é difícil de mensurar. Não tenham dúvidas: retribuir toda essa sorte será conceito norteador dos meus passos profissionais.

Por último, mas certamente não menos importante, agradeço ao meu professor orientador Fabiano Dalto, um flamenguista e profissional excepcional que, com bom humor e alto embasamento técnico, despertou minha atenção para conhecer um dos economistas que julgo mais brilhantes e que, hoje, é tema central deste trabalho.

RESUMO

A economia global dos últimos cem anos é marcada por capítulos repetidos de crises, ocorridas em intervalos cada vez mais curtos. Entre elas, destacam-se características comuns: um caráter majoritariamente financeiro, sua emergência por meio de bolhas especulativas e o alto grau de disseminação de seus efeitos negativos entre países.

Não por acaso, tais choques econômicos têm ocorrido num contexto global de financeirização da economia, de crescente desregulamentação sobre práticas financeiras e de um aumento significativo dos investimentos nos mercados de capitais por famílias e empresas.

O trabalho em questão se dedica a examinar o desenvolvimento dos mercados de capitais e de crédito no Brasil, a fim de discorrer sobre as características de sua formação e localizar eventuais riscos em funcionamento, com apoio teórico predominante na teoria da instabilidade financeira de Hyman Minsky - expoente relevante no estudo de crises financeiras.

Tal olhar se faz atualmente relevante, dada a peculiar etapa de desenvolvimento dos mercados financeiros e de crédito brasileiro, resultantes de uma série de políticas de desregularização, lideradas pelo Banco Central em conjunto com demais agentes fiscalizadores, que culminam na criação de novas instituições e tecnologias financeiras.

Palavras-chave: Instabilidade Financeira; Securitização; Fintechs; Endividamento; Hyman Minsky.

ABSTRACT

The global economy of the last hundred years is marked by repeated chapters of crises occurring at increasingly shorter intervals. Among them, common characteristics stand out: a predominantly financial nature, their emergence through speculative bubbles, and a high degree of dissemination of their negative effects among countries.

Not coincidentally, these economic shocks have occurred in a global context of financialization of the economy, increasing deregulation of financial practices, and a significant rise in investments in capital markets by households and businesses.

The concerned work is dedicated to examining the development of capital and credit markets in Brazil in order to discuss the characteristics of their formation and identify potential operational risks, with predominant theoretical support from Hyman Minsky's Financial Instability Theory— a relevant exponent in the study of financial crises.

This perspective is currently relevant, given the peculiar stage of development of the Brazilian financial and credit markets, resulting from a series of deregulation policies led by the Central Bank in conjunction with other regulatory authorities, culminating in the creation of new financial institutions and technologies.

Key Words: Financial Instability; Securitization; Fintechs; Indebtedness; Hyman Minsky.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – FLUXO OPERACIONAL DOS VEÍCULOS DE SECURITIZAÇÃO	11
---	-----------

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DO PERCENTUAL DE HIPOTECAS SUBPRIME SECURITIZADAS (2001-2006)	5
GRÁFICO 2 - EVOLUÇÃO DO VOLUME NEGOCIADO POR VEÍCULO DE SECURITIZAÇÃO (2017-2023)	12
GRÁFICO 3 - DISTRIBUIÇÃO DOS USUÁRIOS POR NÚMERO DE VÍNCULOS	23
GRÁFICO 4 - PERCENTUAL POR TIPO DE FONTE DE CAPITAL (2020-2022)	25
GRÁFICO 5 - EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE USUÁRIOS POR GRUPOS EMISSORES	26
GRÁFICO 6 - EVOLUÇÃO DO SALDO DEVEDOR TOTAL POR GRUPOS EMISSORES	26
GRÁFICO 7 - VALOR TOTAL DE CRÉDITOS CONCEDIDOS (EM MILHÕES)	28
GRÁFICO 8 - EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC (2021-2023)	29

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. INTRODUÇÃO À HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY	2
2.1 CRISE DE 2008: A MATERIALIZAÇÃO DA HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA	4
3. MINSKY E A SECURITIZAÇÃO	7
4. A SECURITIZAÇÃO NO BRASIL	9
5. FRAGILIDADES DOS MERCADOS BRASILEIROS DE CAPITAL E DE CRÉDITO	21
5.1. RISCO DE INADIMPLÊNCIA EM VEÍCULOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS, SOBRETUDO NAQUELES ESPECÍFICOS PARA A AGRICULTURA E PESSOAS FÍSICAS.	21
5.2. DISPERSÃO DE LIMITES DE CRÉDITO DE PESSOAS FÍSICAS EM DIFERENTES INSTITUIÇÕES E BANDEIRAS DE CARTÃO.	22
6. CONCLUSÃO	31

1. INTRODUÇÃO

Durante a pandemia, o endividamento das famílias brasileiras tornou-se uma realidade alarmante. A desaceleração econômica e a necessidade do isolamento comprometeram as principais fontes de renda das unidades econômicas. Por esse motivo, em um contexto de taxas de juros mínimas daquele período, as famílias passaram a buscar opções de empréstimos, a fim de complementar seus recursos. No outro extremo, inúmeras instituições credoras surgiram para atender a essa demanda, em meio à flexibilização de normas financeiras e do surgimento de novas ferramentas.

O desafio nascente é de que, com a maior disponibilidade de crédito, os grupos passam a descentralizar as fontes de seu capital, somando montantes oferecidos por diferentes instituições e alavancando suas finanças. Diante do atual contexto brasileiro, marcado por alta inadimplência, essa movimentação pode representar uma ameaça à estabilidade do sistema. Colateralmente, o aumento no risco das operações de crédito afeta a negociação de títulos de recebíveis no mercado de capitais, vista o lastro dos ativos negociados na saudabilidade das carteiras de crédito.

O objetivo deste trabalho é analisar a evolução da securitização, no mercado brasileiro, e o surgimento de players financeiros não bancários que, por meio dessa ferramenta, passam a intermediar operações de crédito e ofertar liquidez de curto prazo. Conjuntamente, traremos luz aos riscos presentes nessa conjuntura, diante de adversidades macroeconômicas enfrentadas pelo Brasil.

Para tanto, utilizaremos como metodologia uma abordagem Minskyana. Isso significa dizer que nos apoiaremos na teoria descrita pelo economista Hyman Minsky, sobretudo na Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), para investigar a formação dos mercados brasileiros de capitais e de crédito.

O trabalho em questão obedece à seguinte ordem dos temas: (1) introdução à Hipótese Financeira de Minsky, (2) crise de 2008: a materialização da Hipótese da Instabilidade Financeira, (3) Minsky sobre a Securitização, (4) a evolução da securitização no Brasil, (5) fragilidades do mercados brasileiros de capitais e de crédito e (5) conclusão.

2. INTRODUÇÃO À HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

“Stability is destabilizing . Pouco original é apresentar Hyman Minsky por sua mais conhecida afirmação, contudo, não há expressão mais direta para apresentar suas crenças sobre a insustentabilidade das práticas do mercado financeiro nos moldes modernos. Segundo Minsky, em “tempos de tranquilidade , as unidades econômicas, como firmas e famílias, que desejam investir e consumir acima de sua renda corrente usualmente contraem dívidas junto a instituições financeiras. Estas, por sua vez, avaliando uma rentabilidade da operação superior aos riscos, financiarão os novos projetos. As instituições financeiras, como criadoras de moeda endógena, restringem a oferta de crédito apenas sobre projetos que consideram demasiado arriscados em relação ao retorno que prometem. Minsky (1992, p. 8) reconhece tal dinâmica dos bancos: *Borrowing and lending, based upon margins of safety, was in Keynes’ view a marked characteristic of the economy in which he lived. It remains a marked characteristic of modern capitalism.*

Segundo o autor, portanto, o dinheiro é o tipo de título “que surge quando os bancos financiam a atividade econômica e as posições em ativos de capital e em ativos financeiros. (MINSKY, 1986, cap 10.) – atividades que podem exercer com notória flexibilidade.

Há, nessa dinâmica, característica importante: o firmamento de novas dívidas, especialmente as de longo prazo, ocorrem mediante um conjunto de expectativas sobre a capacidade do devedor de honrar os compromissos e sobre fatores externos esperados durante o período de vigência contratual que possam afetar aquela capacidade. Sendo assim, ao operacionalizar um empréstimo, credores e tomadores partem de suposições sobre condições futuras de desempenho econômico, nas esferas macro e microeconômicas, que viabilizarão a liquidação da dívida.

O descompasso intertemporal entre os momentos de alinhamento das condições contratuais e da execução de suas cláusulas atribui, portanto, uma fragilidade iminente ao ambiente financeiro, inserindo-o em um campo delineado por expectativas variáveis, de maior ou menor grau de otimismo. Uma história de sucesso tenderá a aumentar a margem de segurança de banqueiros e empresários e então tenderá a ser associada com maior investimento; uma história de fracasso fará o oposto (MINSKY, 1986, p.264). O funcionamento da economia portanto sustenta-se sobre a constante construção e desconstrução de previsões, baseadas nos históricos recentes. A partir disso, Minsky reforça tal dinâmica intrínseca dizendo que “o funcionamento normal da economia capitalista depende do sistema de produção gerando lucros para pagar os serviços dos empréstimos e do sistema financeiro que realize empréstimos para que haja investimentos e daí lucros.

Dado esse contexto, é razoável assumir que os níveis de intensificação da atividades econômica e bancária variam consonantemente às assunções de uma

época. Em tempos de estabilidade política e progresso econômico, verifica-se um maior volume de criação de moeda, reflexo de posturas mais corajosas de instituições financeiras e grupos tomadores, bem como o contrário se mostra verdadeiro: durante contextos de incertezas, nota-se uma contração da liquidez e das atividades de investimento.

A perspectiva minskyana mostra-se cética em relação aos dois cenários, enxergando-os como fases iminentes de um ciclo. Este torna-se seu ponto central e configura em si a própria Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF): independentemente dos cenários, a economia capitalista carrega consigo a capacidade de geração de crises, principalmente, em tempos de progresso econômico. Minsky chega então para preencher o “missing step” da Teoria Geral de Keynes, trabalho que lhe serviu de inspiração, ao levar explicitamente em consideração a presença de um “capitalismo financeiro em um contexto cíclico e especulativo” (MINSKY, 1978, p.5).

Investiguemos, para exemplificação, um curso genérico de uma economia em crescimento econômico. Neste contexto, será visível um aumento nos níveis de consumo e investimento, marcado pela geração de empregos e, como mencionado, por expansão monetária, via criação de dívidas entre bancos, firmas e famílias.

Cenários como o descrito tendem a incentivar a realização de grandes projetos, visto o aumento geral na renda do país, que ocasiona um ciclo virtuoso de consumo e expansão. Diante disso, as instituições financeiras ampliam sua margem de segurança para atender a demanda de novos grupos – entre eles, trabalhadores que elevaram seu padrão de vida durante o período de progresso econômico. A estes, torna-se possível o uso de ativos financeiros ou novos bens duráveis adquiridos como garantias para tomada de dívidas. O sistema se aquece e a economia parece indicar a permanência dos tempos prósperos. A atual estrutura capitalista moderna, caracterizada por alta liquidez, mobilidade, volatilidade e alto grau de transações secundárias (BELLUZO E COUTINHO, 1998, p. 138), trata, então, de transmiti-los de forma rápida via o mercado de capitais.

Entretanto, é necessário apontar que a estrutura de obrigações consideradas apropriadas hoje para a manutenção de ativos de capital pode ser determinada apenas com base na história passada e nas convenções correntes... estruturas (e ativos mantidos por intermediários), que foram consideradas seguras no início, podem se

tornar altamente arriscadas com o decurso dos eventos futuros (MINSKY, 1975, p.262). Logo, uma mudança de direcionamento nas expectativas dos grandes bancos ou intermediários financeiros a respeito da rentabilidade de um título os fazem vendê-lo, corroborando a perda de seu valor. Os investidores, receosos com as mudanças nos preços correntes de seus ativos e temerosos de quedas posteriores que reduzam seus ganhos unem-se à massa de ofertantes

daquele ativo no mercado, deteriorando-o imediatamente e reduzindo abruptamente o valor de patrimônio de seus detentores. Nesse momento, as dívidas firmadas ante a existência de garantias vinculadas aos ativos deflacionados tornam-se maiores e de maior risco, fomentando o mercado a uma corrida pela liquidez. Os bancos diminuem o montante de empréstimos realizado e passam a exigir a execução de seus títulos, dando os primeiros sinais de inadimplência que, a depender do grau, pode levar à quebra sistêmica.

Outro fator promotor da instabilidade financeira é a mudança nas posturas financeiras: de forma geral, o financiamento da atividade econômica, antes realizado com base na expectativa de fluxo de renda (lucros gerados pela produção) para a liquidação da dívida, passa a ser feito, agora, com base nos fluxos de balanço (pagamento referente à posse de ativos financeiros ou emissão de passivos na forma de juros e principal) e fluxos de carteira (relativos à venda de ativos de capital e financeiros). Tal transformação é crucial para o entendimento da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky. O autor afirma:

A instabilidade financeira está ligada à importância relativa na economia dos fluxos de caixa derivados da renda, dos balanços ou do portfólio” (MINSKY, 1975 p. 283)

Uma situação em que os fluxos de caixa são superiores aos de balanço e portfólio estabelece um quadro de finanças protegidas (hedge finance). Do contrário, cenário em que os fluxos ligados aos ativos de capital e financeiros são maiores do que o fluxo advindo da renda, podemos ter um cenário especulativo ou Ponzi. Nesses dois últimos, respectivamente, torna-se necessária a renegociação de dívidas para a liquidação de compromissos financeiros anteriores e a emissão de novas dívidas, com o mesmo fim.

O atual arranjo institucional financeiro, que amadurecia durante à escrita de Minsky – acelerando-se mais notavelmente a partir de 1993, nos EUA – corrobora a permanência dos tipos de finanças especulativas e Ponzi. Isso ocorre porque a renda oriunda dos ativos de capital necessita de um tempo para ser gerada, maior do que o vencimento dos compromissos. A única alternativa restante é então realizar o pagamento de dívidas pregressas por meio da “combinação de fluxos de renda e de portfólio (MINSKY, 1975, p. 286). As finanças atreladas aos fluxos de balanço e carteira tornam-se, portanto, as engrenagens primordiais do sistema financeiro moderno.

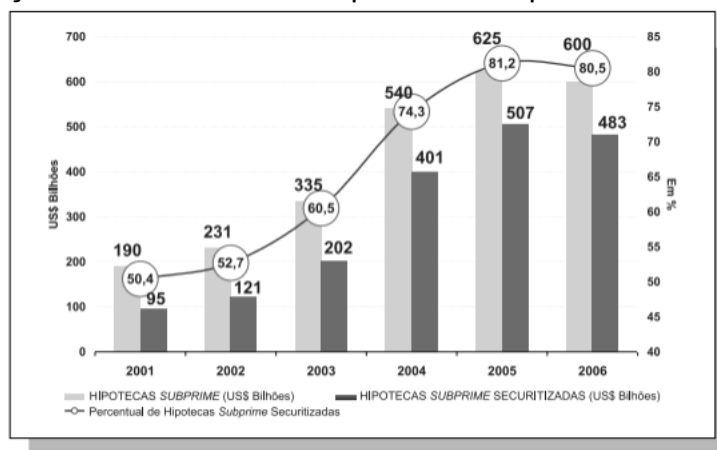
2.1 CRISE DE 2008: A MATERIALIZAÇÃO DA HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

A crise do subprime, de 2008, carrega aspectos muito similares às das crises financeiras descritas pela literatura de Hyman Minsky. Primeiramente, pode-se verificar, nos anos pregressos à crise, um período de êxtase na economia norte-americana, de consumo crescente, especialmente, no ramo imobiliário. Com o

intuito de promover a economia norte-americana, em sua fase da recuperação da “bolha dot.com”, marcada por uma taxa de juros elevada, o governo decidiu reduzi-la consecutivamente, a partir de 2001, movendo-a de 6%, em janeiro deste ano, para 1%, em junho de 2003, tornando o ambiente mais propício para a tomada de empréstimos. De acordo com Govetto e Walcher (2009, p. 19), o cenário internacional era turbulento, devido ao episódio de falência da Enron e a guerra no Afeganistão, e o principal temor era uma recessão. Por meio da reversão nos juros, o governo acidentalmente pavimentou a transição de uma bolha à outra, justamente em um momento de ebulição no mercado imobiliário. De acordo com o artigo “*The Housing Boom is Gigantic. How long can it last?*”, do *The New York Times*, o preço das casas disparou 74%, entre 1997 e 2006. A rápida alta nos preços dos ativos imobiliários e o barato acesso a crédito, tornava o mercado altamente sedutor para investidores e motivava o envolvimento de bancos no financiamento de tais projetos. De acordo com artigo publicado na revista do BNDES, por Gilberto Borça Junior e Ernani Teixeira Filho (2008, p. 135), o mercado de hipotecas – o mecanismo de financiamento imobiliário mais importante nos EUA – movimentou, entre 2001 e 2006, uma média anual de US\$ 3 trilhões em novas operações, atingindo um máximo de quase US\$ 4 trilhões em 2003.

Adicionalmente, durante tal período, pôde-se verificar uma intensa sofisticação dos mercados financeiros e de crédito, que negociavam vorazmente ativos relacionados ao setor, mediante a criação de subprodutos sobre as dívidas imobiliárias originais. O gráfico a seguir ilustra essa prática, ao expor a crescente participação das hipotecas subprime securitizadas, entre 2001 e 2006.

Gráfico 1 - Evolução do Percentual de Hipotecas Subprime Securitizadas (2001-2006)



Fonte: BORÇA JUNIOR, G.; TORRES FILHO, E.
Analisando a Crise do Subprime. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.15, N.30, P.137, DEZ.2008

Os instrumentos conhecidos como CDOs (Collateralized Debt Obligations), altamente negociados no período da crise, são exemplos dessa transformação: no epicentro da securitização, os CDOs eram carteiras compostas por títulos

atrelados a dívidas de diversos setores - como empréstimos estudantis, financiamentos de veículos e dívidas de cartão. Na crise de 2008, as hipotecas imobiliárias compunham grande parte de tais ativos financeiros. O risco insurgente, nesse caso, era de que como as carteiras combinavam recebíveis de qualidade variada, tornou-se comum a inclusão de “créditos podres” entre as dívidas de boa qualidade. As agências de *rating*, por sua vez, mostraram-se resistentes a baixar sua avaliação sobre as CDOs e continuaram classificando-as com a nota AAA, ainda que com a existência de títulos de pior qualidade. No total, foram emitidos cerca de USD 386 bilhões de dólares em CDOs, segundo dados da Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC).

Não bastasse a abstração ocasionada pelo instrumento de mercado descrito, somam-se a ele outros derivativos: instrumentos financeiros cujo valor deriva de outro ativo, com o objetivo de proteger uma contraparte de preços desfavoráveis e/ou possibilitar ganhos especulativos. Os derivativos, de forma simplificada, correspondem a títulos que garantem direitos de compra ou venda futura de um ativo, a um preço e período especificados. Durante a bolha imobiliária, ganhou notoriedade o Credit Default Swap (CDS) – derivativo vendido por seguradoras, que protegia o investidor, prometendo o pagamento futuro em caso do mau desempenho das CDOs, em troca de remunerações trimestrais pagas à seguradora. A AIG, maior seguradora dos EUA no período e maior emissora dos CDS, declarou falência e foi resgatada pelo governo americano, após declarar incapacidade de honrar com seus compromissos assumidos em CDS. Segundo o artigo de Andrews, de la Merced e Walsh (2008), publicado no *The New York Times*, o banco central norte-americano concordou com um empréstimo, movimento conhecido como “*bailout*”, de USD 85 bilhões para evitar o colapso imediato da companhia e crises de maiores proporções.

Tal fator foi decisivo para o agravamento da crise. De acordo com Yeva Nersisyan & Flavia Dantas (2017, p. 12), “o crescimento explosivo da securitização nas últimas décadas facilitou o desenvolvimento de outras entidades financeiras não bancárias que estavam ativas na criação de liquidez {...}. A securitização divide o processo que costumava ser conduzido por um banco, como conceder um empréstimo, em uma série de atividades separadas, cada uma das quais pode ser realizada por uma entidade diferente.

Assim, intermediários financeiros surgiram para funções administrativas do capital, gerindo a flutuação do dinheiro e transferindo liquidez de poupadores a investidores. Por consequência, motivam a geração e distribuição acelerada de produtos financeiros, visando a obtenção de lucros via taxas sobre os volumes transacionados.

“A mortgage company can grant the loan and then sell it to an investment bank, which will pool many other loans and securitize them through a special purpose vehicle. The SPV can issue bonds and repos backed by these assets, which will be purchased by mutual funds and MMMFs. The latter, in turn, will issue shares to finance their activities.” (NERSISYAN, Y.; DANTAS, F. 2017, p.12)

Tal configuração institucional é vista por Minsky (2008, p. 32) como fator indispensável para o entendimento do capitalismo posterior aos anos dourados. Afirma: “No decorrer das primeiras décadas posteriores à Segunda Guerra Mundial, nenhuma das autoridades monetárias controlava ou tinha posições definidas sobre os ativos, outros passivos bancários (que não M1) e a respeito da relação entre ativos e patrimônio líquido (alavancagem). Como a inovação do sistema bancário se acelerou nos anos 1960 e 1970, ficou evidente não apenas a existência de vários tipos de moeda, mas também que a natureza da moeda relevante muda na medida em que as instituições evoluem. Dinheiro, o sistema bancário e as finanças não podem ser entendidos enquanto não se leva em conta a evolução e a inovação financeira.

A crise de 2008 reforça outro pressuposto da literatura Minskyana: o da autonomia dos bancos para a emissão de passivos e, portanto, da endogeneidade da moeda em termos práticos. O nome “subprime”, pelo qual ficou conhecida a grande recessão, diz respeito às hipotecas de segunda qualidade, negociadas em grande escala pelos bancos nesse período. Esse é um exemplo de como essas instituições facilmente ajustam suas margens de segurança diante de novas oportunidades de ganho, ainda que incorra em oferecer produtos de maior risco.

Em suma, podemos afirmar que, sob a perspectiva Minskyana, a instabilidade financeira é inerente ao capitalismo moderno. Isso porque, para ele, todos os sistemas que são multidimensionais, não-lineares e dependentes do tempo são endogenamente instáveis (MINSKY, 1986, p.10). A postura pró-cíclica dos bancos e a evolução da securitização maximizam tais características e, conjuntamente ao crescente interesse em ganhos rentistas pelas unidades econômicas, tendem a elevar o preço de certos ativos. Sua valorização, por sua vez, aumenta o patrimônio de famílias e empresas detentoras daquele ativo e melhora temporariamente suas condições de acesso a crédito. Entretanto, o oposto é verdadeiro: mudanças nas expectativas podem também reduzir o valor patrimonial dos agentes econômicos, dificultando o cumprimento de compromissos financeiros anteriores. A estabilidade de uma economia se dá portanto de acordo com a composição de suas finanças, entre protegidas, especulativas e Ponzi (MINSKY, 1986, p.290). A bolha imobiliária, vivida pelos Estados Unidos em 2008, serviu como uma ilustração de uma economia que, devido a choques endógenos, transitou entre os diferentes estágios, saindo de um ambiente seguro rumo ao colapso financeiro.

3. MINSKY E A SECURITIZAÇÃO

Após termos introduzido os fundamentos da lógica minskyana sobre o desequilíbrio financeiro iminente e materializado seus conceitos na crise do subprime, podemos aprofundar no posicionamento direto do autor frente a uma das ferramentas catalisadoras da crise do subprime: a securitização.

Essa, em suma, é a prática financeira que transforma títulos de crédito em produtos negociáveis no mercado de capitais, como forma de obtenção de recursos por empresas. Para exemplificar: mediante tal recurso, uma companhia que realiza uma venda a prazo pode, junto à uma securitizadora, transformar seu direito de recebimento futuro em títulos de dívida. Esses títulos são, em sequência, vendidos para investidores em troca de retornos atrativos. Tal foi o mecanismo que permitiu a criação das CDOs e CDS, mencionados anteriormente.

A securitização é criada para ser uma via de captação de recursos mais barata, facilitando o acesso a crédito a empresas pela inclusão de investidores como emprestadores, papel antes limitados às instituições financeiras. Os bancos, diante desse contexto, concentram sua participação na estruturação dos empréstimos, como a emissão dos certificados de crédito, entretanto não atuando como fonte do capital.

Em 1987, em material preparado para suas aulas de teoria monetária, na Universidade de Washington, Minsky trouxe luz à nova configuração resultante desse novo instrumento financeiro, adicionada de camadas de serviços intermediários, componentes do “capitalismo gestor de dinheiro”. Além dos personagens tradicionalmente envolvidos na emissão de uma dívida, o devedor e o emissor, nascem então instituições interpostas responsáveis pelas transferências, distribuição e criação de mercados para a negociação das dívidas.

Observa-se que, na securitização, os títulos financeiros negociados e a expectativa de fluxos de caixa gerados por eles formam o fundamento para sua emissão no mercado. Segundo Minsky (1986, p. 250), troca-se, portanto, a geração de caixa futura pela geração de caixa presente, justamente para sustentar os projetos futuros em questão. A estruturação do mercado de crédito apresenta relação direta com o aumento no preço dos ativos e é passo importante para a formação das bolhas especulativas.

A natural instabilidade financeira descrita por Minsky adquire, então, uma camada instrumental importante, que capilariza possibilidades de financiamento e potencializa o alcance da negociação de dívidas por instituições privadas não financeiras – fato este que, para Minsky (1987, p. 2), reduz diretamente o peso das capacidades de financiamento bancárias. Isso porque a inovação das técnicas financeiras dá aos agentes não bancários a vantagem de financiamentos mais velozes a projetos de curto prazo, fortalecendo a desintermediação financeira e substituindo bancos tradicionais por investidores, individuais e institucionais, como agentes financiadores. Nas palavras de Minsky (1988, p. 8), “um atributo particular do capitalismo moderno é que o uso dinheiro de terceiros tornou-se difundido e ganhou novas dimensões”.

Adicionalmente, a securitização carrega consigo risco peculiar: a não exposição das operações securitizadas nos balanços de pagamentos – fator que compromete diretamente a rastreabilidade do volume das dívidas. Nas palavras

de Minsky (1987, p.4), “a securitização reduz o peso da estrutura financeira que os bancos centrais estão comprometidos a proteger.

Hyman Minsky não viveu até o boom imobiliário americano, mas foi bem-sucedido em descrever as características observadas na crise que dele surgiria, assim como alertar sobre os riscos de um ambiente financeiro desregulamentado.

4. A SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

A partir daqui, o presente trabalho objetiva utilizar-se do ferramental teórico minskyano apresentado anteriormente para investigar o desenvolvimento de mercado de capitais brasileiro, mais especificamente, a utilização dos veículos de securitização. Tal olhar mostra-se relevante visto que, como país em desenvolvimento, o mercado de capitais brasileiro ainda vive intensa sofisticação. A securitização no Brasil começou na década de 1980, cerca de duas décadas após ter se desenvolvido no Estados Unidos, e apresentou crescimento peculiar no volume de suas operações, nos últimos cinco anos. Complementarmente, o país atualmente conta com uma intensa agenda de inovação, dirigida pelo Banco Central, para a modernização da infraestrutura financeira de pagamentos, a ampliação e diversificação no fornecimento de capital privado.

A securitização chega ao Brasil, inicialmente, vinculada às operações de exportação, segundo Barusselli (2021, p. 27). Posteriormente, avançam no mercado imobiliário, seguindo a referência norte-americana.

O caso mais notório, entretanto, foi o da securitização no campo empresarial: da empresa varejista Mesbla, francesa com operações no Brasil, que operou até sua falência na década de 1990, segundo artigo de Danny Malka y Negri (2018, p. 27). Devido a dificuldades financeiras, a companhia buscou fontes alternativas de financiamento e, inspirando-se no caso de uma empresa do mesmo segmento, nos Estados Unidos, que conseguiu negociar suas dívidas em âmbito privado, explorou as possibilidades junto à Comissão de Valores Mobiliários. A operação se tratou da emissão de debêntures, pela sociedade de propósito específico Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S.A. atreladas aos recebíveis das vendas a prazo, feitas via cartão fidelidade dos clientes do grupo. A operação foi bem-sucedida, ainda que a empresa tenha descontinuado suas operações em território brasileiro, por má gestão.

Desse momento adiante, o mercado de capitais se estruturou, tendo a securitização ganhado impulso especialmente após a regulamentação dos FIDCs em 2001, segundo Danny Malka y Negri (2018, p. 59). Posteriormente, outros marcos se fizeram relevantes, como o novo marco da securitização no Brasil, estabelecido em 2022, por meio da Lei nº 14.430, que delimita juridicamente suas

práticas, oferecendo segurança aos investidores e os estimulando ao financiamento desse mercado.

Atualmente, dentre os ferramentais disponíveis para securitizar, destacam-se quatro: Certificado de Recebíveis Imobiliário (CRI), Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Fundo de Direitos Creditórios (FIDC) e Debêntures.

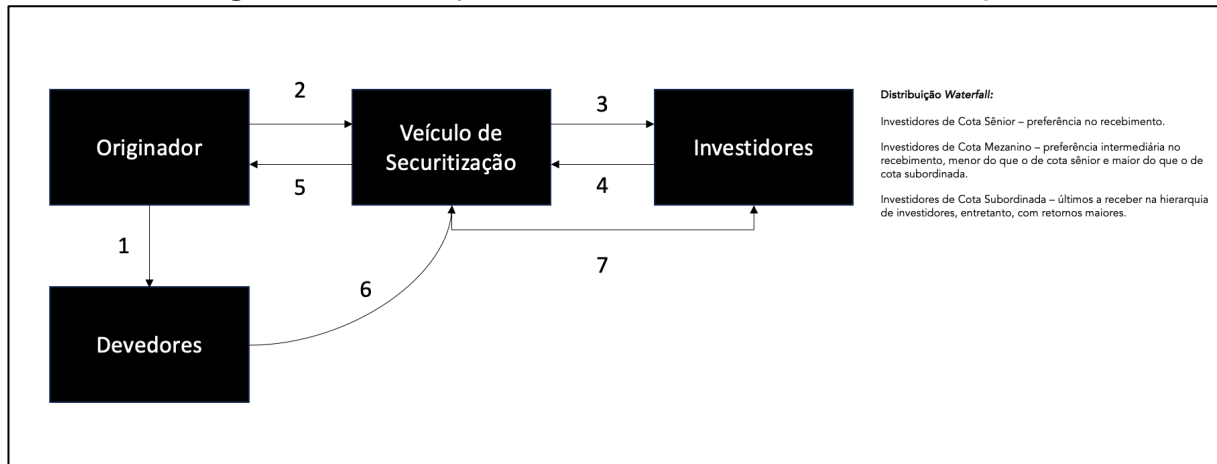
Tanto o CRI quanto o CRA constituem títulos de antecipação de créditos futuros, diferindo, entretanto, quanto a sua origem: como sugerido pelos nomes, o primeiro atrela-se a ativos imobiliários e o segundo a ativos agrícolas. Sendo assim, empresas de ambos os setores que desejem antecipar um valor, sujeito a uma taxa de desconto, em troca do direito ao recebimento (do valor integral) podem fazê-los por meio desses veículos, de maneira personalizada ao setor de atuação.

Os FIDCs são veículos pelos quais investidores se unem, por meio da compra de cotas, para levantar o capital necessário para antecipação de recebíveis a uma certa companhia. Vale ressaltar um conjunto de especificidades da ferramenta em questão: os retornos aos investidores são pré-estabelecidos e obedecem a uma ordem de remuneração, conhecida no mercado como “waterfall”, de acordo com a hierarquia das cotas adquiridas – sêniores, mezanino e subordinadas. Na ordem destacada, essas parcelas apresentam riscos e retornos crescentes. Sendo assim, na medida em que os créditos a receber negociados são pagos, os detentores de cotas subordinadas só recebem após a completude de pagamento dos outros dois grupos hierárquicos – claro que sob a condição de maiores recebimentos, ainda que mais tardiamente.

Por último, as debêntures são emissões feitas diretamente pelas empresas que desejam captar recursos - para um projeto específico, como a construção de uma fábrica, por exemplo – e que, para tanto, prometem aos investidores uma taxa de retorno – geralmente de rentabilidade fixa, acrescida de um indexador, como o índice de inflação.

Independentemente das especificidades, podemos assumir o funcionamento geral dos veículos de securitização conforme o diagrama a seguir:

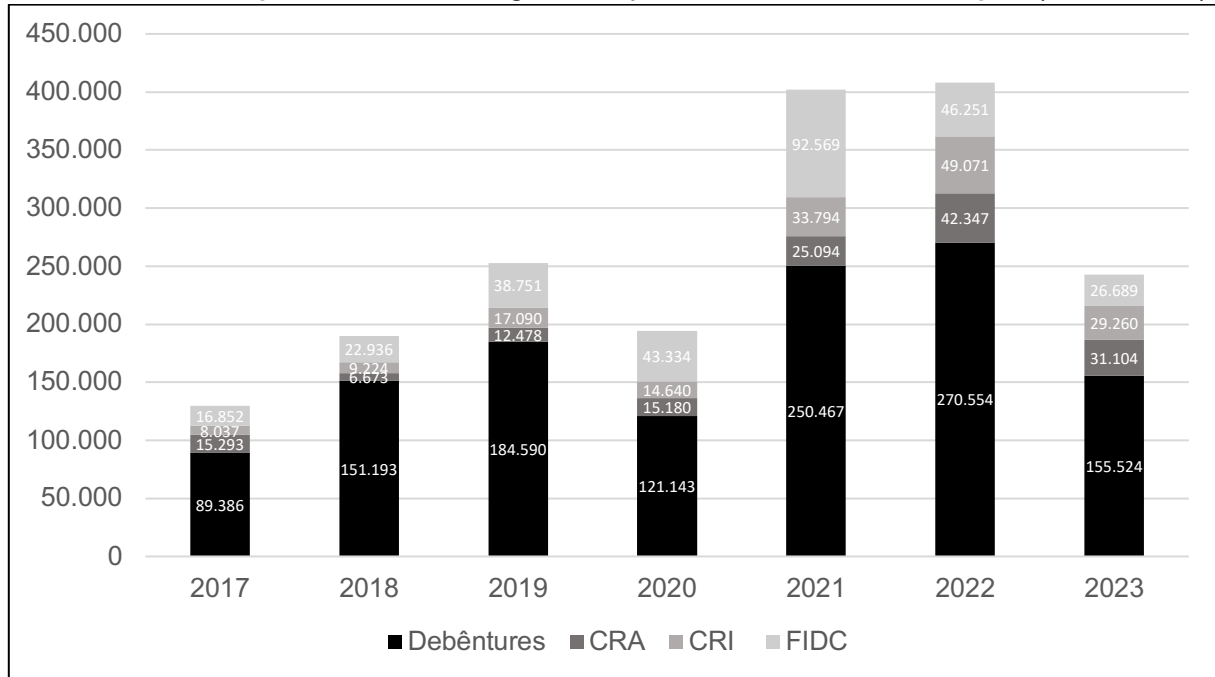
Figura 1 - Fluxo operacional dos veículos de securitização



1. O originador, usualmente uma companhia privada, origina ativos: representações de recebíveis a serem coletados seus devedores.
Ex: um montante que a companhia tem a receber de um cliente, para quem a venda do produto foi feita a prazo ou por parcelas.
2. O originador vende seus ativos a um veículo de securitização, que se compromete a adiantar uma parcela do montante a receber em troca dos direitos ao recebimento futuro da dívida negociada.
3. A securitizadora converte os títulos de dívida em valores mobiliários e os negocia com investidores, no mercado de capitais.
4. Os investidores compram os ativos lastreados nos direitos a receber da companhia e, para tanto, transferem o dinheiro ao veículo de securitização.
5. Com o dinheiro captado, os veículos de securitização fornecem o capital à empresa originadora, antecipadamente.
6. Na medida em que o devedor paga suas dívidas, o dinheiro é direcionado ao veículo de securitização, que comprou o direito de recebê-los.
7. O montante recebido pela securitizadora é repassado aos investidores, incididos juros acordados e o valor do principal, resgatado conforme a coleta dos recebíveis no tempo. A distribuição entre investidores pode ocorrer segundo a lógica *waterfall*, com preferências de pagamento.

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

O gráfico a seguir ilustra a evolução das ferramentas supracitadas em termos de volume de negociação. Vista a disponibilidade de tais dados até julho de 2023 somente, devido ao momento de escrita do trabalho em questão, a projeção do volume até o final do ano foi feita pela média dos meses anteriores.

Gráfico 2 - Evolução do volume negociado por veículo de securitização (2017-2023)

Fonte: elaborado pelo autor (2023) sobre dados de mercado extraídos da ANBIMA (2023)

Pode-se observar que, durante o período pandêmico, entre 2020 e 2021, mercado por políticas monetárias expansionistas, tais ferramentas de crédito ganharam relevância, retomando a tendência crescente dos anos anteriores. Nos anos seguintes, todavia, a curva inverte seu comportamento, reduzindo-se até 2023, como reflexo de incertezas do início deste ano, como a transição presidencial, em contexto politicamente polarizado e escândalos na esfera privada, como o caso Americanas. Contudo, os números indicam um reerguimento: o mês de junho foi o maior em emissões no mercado de capitais, totalizando R\$ 46,4 bilhões, seguido do mês de julho, cujo montante foi de R\$ 39,2 bilhões, de acordo com dados da ANBIMA.

Tal mercado ganha espaço, sobretudo, em um contexto de necessidade de diversificação das fontes de capital no Brasil para o financiamento de projetos de curto prazo, visto que o enfoque das fontes públicas está projetos de maior duração, voltados para áreas de impacto social. Segundo estatísticas do BNDES, seus desembolsos diminuiriam consideravelmente, nos últimos 10 anos, saindo de R\$ 190.4 bilhões, em 2013, para R\$ 97.5 bilhões, em 2022.

Dentre os benefícios usualmente destacados por apoiadores do mercado de capitais, destacam-se:

1. Aumento da Liquidez: ao ampliar as formas de captação de dívida, mediante conexões diretas entre companhias e investidores não bancários, aumenta-se, em paralelo, a disponibilidade de capital no mercado – reduzindo os níveis de poupança dos indivíduos e os transformando em capital produtivo para empresas.
2. Corroboração à Governança Corporativa: vista a regulação dos instrumentos do mercado de capitais, lhes é exigida transparência frente à administração dos recursos, requerendo-se, assim, relatórios periódicos de desempenho.
3. Redução do Custo de Capital: o financiamento privado ganha força pelo seu barateamento em comparação com linhas de crédito fornecidas por bancos tradicionais a empresas.
4. Diversificação de Investimentos: composto por um conjunto de investimentos em renda fixa, como os instrumentos citados anteriormente, o mercado de capitais oferece oportunidades de retornos maiores, com riscos moderados comparativamente ao mercado de ações.

Adicionalmente aos benefícios específicos listados, diz-se haver desdobramentos de amplitude macroeconômica, como o crescimento econômico e geração de empregos produzidos pela viabilização de projetos empresariais por meio do financiamento; o aumento da arrecadação governamental, pela taxação dos novos veículos de investimento; e o desenvolvimento gradual da educação financeira, pelo maior envolvimento de indivíduos em ativos financeiros mais complexos.

Ainda que represente um caminho alternativo para o fornecimento de recursos, a evolução do mercado de capitais traz consigo seus desafios e pontos de atenção – especialmente em países cujo mercado financeiro ainda amadurece, como o Brasil. Para avaliá-los, portanto, lançaremos mão de referências do pensamento minskyano bem como de estudos sobre a crise do subprime, entrelaçando-as com os caminhos recentes seguidos pelo cenário brasileiro.

Como degrau inicial, reforçaremos uma mudança estrutural relevante oriunda da modernização do mercado financeiro: a parcial substituição dos bancos por investidores, institucionais e individuais, no que tange ao fornecimento de capital. Destarte, naturalmente, indivíduos e empresas passaram a deter em sua carteiras uma quantidade crescente de ativos e passivos financeiros - dentre eles, títulos representativos de recebíveis, principais instrumentos analisados em nosso estudo.

Diante da nova configuração, a avaliação de riqueza dos investidores e das empresas, portanto, deixa de ser sobre seus valores correntes obtidos, passando

a ser mensurada pela valorização futura dos ativos adquiridos (BELLUZZO, 2008, p.137).

Tal fator pode ser deformador da estabilidade financeira: ampliando-se as fontes de capital, conjuntamente ao crescente interesse em retornos rentistas, gera-se uma alavancagem direta no preço dos ativos, sem necessariamente um reflexo equivalente nos investimentos de bens de capital da empresa, o que pode ser observado pela crescente relação entre preço e lucro. Assim, a sustentação desses altos níveis de preços dos ativos dependerá crescentemente de avaliações cada vez mais otimistas por parte dos investidores quanto ao fluxo futuro de lucros (BELLUZZO, 2008, p.140).

As expectativas, elemento central da teoria Minskyana, ganham então mais peso: não somente existem naturalmente no firmamento dos contratos, devido à diferença temporal entre seu acordo e realização, como também por meio da instrumentalização financeira, são agora comercializadas a investidores, em trocas de retornos atrativos.

Em adição, o mercado de capitais naturalmente se expõe a importante falha: a de assimetria da informação. Esta se dá especialmente entre o cedente e os investidores visto que, ao emitir um título, aquele determina a qualidade dos recebíveis, sobrando a estes, a crença na veracidade de tais informações, que prometem a rentabilidade futura esperada.

Exemplos extraídos da crise do subprime nos reforçam a fragilidade de tais avaliações, ainda que realizadas por auditorias externas: durante a bolha imobiliária norte-americana de 2008, por exemplo, as agências de *rating* atribuíram aos títulos hipotecários notas elevadas, indicando-os como bons investimentos, apesar do grau de risco dos créditos que compunham, ao final, seu lastro. Não ao acaso, essas agências apresentavam uma série de conflitos de interesses com os originadores das dívidas, dado que eram por eles remuneradas e atuavam também como orientadores na construção de seus veículos (Parleáni, 2013, p.6).

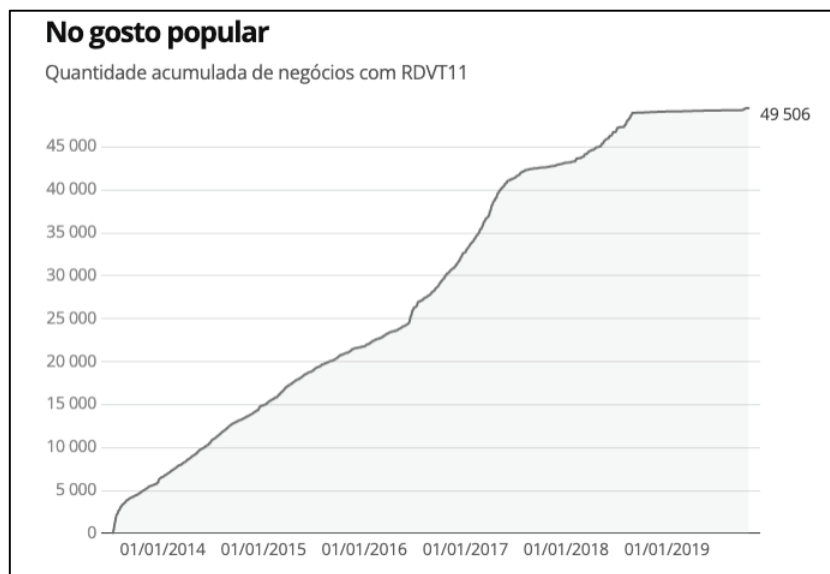
Não é necessário um salto histórico grande para chegar a episódios de crise crédito, ampliados por instrumentos de securitização: em 2019, temos o caso da Concessionária Rodovias do Tietê e, ainda em 2023, ano de publicação deste trabalho, os casos das empresas Light e Americanas.

O mais antigo, da Concessionária Rodovias do Tietê, diz respeito à incapacidade demonstrada pela companhia em honrar com seus compromissos financeiros – conjunto de dívidas que totalizavam, na época, 1,3 bilhão de reais e cujos títulos haviam sido distribuídos nas carteiras de 18 mil pessoas físicas. Estes eram debêntures incentivadas, nomenclatura dada às emissões de títulos relacionados a projetos de infraestrutura, e foram classificados pela agência de *rating* Moody's com notas Ba2, em escala global, e Aa2.br, em comparação ao

ambiente doméstico. As avaliações indicam, respectivamente, um caráter especulativo, com risco de crédito, e uma boa qualidade de crédito, se comparada a demais emissores nacionais.

A emissão da dívida, inicialmente, não teve grande aderência do público, entretanto, com o passar do tempo, apresentou uma elevação vertiginosa, conforme gráfico abaixo, extraído da revista Valor Investe, bastante movida a recomendações de corretores, que apresentavam incentivos atraentes para a venda de tais produtos. Alguns meses depois, a empresa anunciou o status de recuperação judicial.

Figura 2 - Quantidade acumulada de negócios com RDVT11



Fonte: D'AGOSTO, Marcelo. Entenda o caso RDVT11, da Rodovias Tietê. **Valor Investe**, São Paulo, 27 de novembro de 2019.

Outro caso, mais recente, da fornecedora de energia elétrica, Light, se trata da entrada da empresa em recuperação judicial, devido à insustentabilidade do pagamento de suas dívidas. A companhia apresentou um crescimento notável em seu endividamento no terceiro trimestre de 2023, perdendo valor frente ao mercado e tendo sua qualidade de crédito reclassificada pelas agências de rating internacionais. Em abril de 2023, após o pedido de suspensão de seus débitos, as debêntures da empresa foram vendidas com 75% de desconto. A Fitch, respeitada agência de classificação de risco norte-americana, alterou a avaliação da Light de BB-, em janeiro de 2023, para D, em maio do mesmo ano.

De acordo com a agência de rating S&P, uma nota BB- significa que o devedor apresenta "características especulativas", porém conta com um certo grau de proteção – que pode ser afetado por incertezas. Uma nota D aponta a

expectativa de grave default do devedor, indicando a possibilidade de não cumprimento com todos ou quase todos os pagamentos no vencimento.

Embora os agentes mencionados tenham sinalizado seus novos posicionamentos, o alarme chegou tardiamente: de acordo com a gestora Quantum, as debêntures da Light estavam entre as mais investidas por fundos de investimento na época, totalizando aproximadamente R\$ 2,4 bilhões em patrimônio em dezembro de 2022.

A abrupta alteração de opinião de gestoras financeiras sobre o ativo, em tão curto espaço temporal, a nós serve de ilustração das fragilidades apontadas por Minsky diante de um cenário de expectativas, e da amplitude alcançada por estas por meio da sofisticação de ferramentas financeiras e creditícias. Coutinho e Belluzzo contribuem:

É um fato pouco sublinhado nas análises convencionais este apontado acima {...} a formação de um bloco importante de instituições gestoras de grandes massas de riqueza, comprometidas com a continuada elevação de preços. A alavancagem excessiva as torna extremamente vulneráveis a reversões abruptas. Neste quadro, agrava-se progressivamente a fragilidade financeira, fenômeno que é mascarado pelo surto de valorização acelerada dos ativos. (COUTINHO E BELLUZZO, 1998, p. 145)

A afirmação corrobora a visão de Minsky sobre a intenção de instituições “gerenciadoras do dinheiro” em manter alto o preço de ativos de seu interesse, bem como traz luz à fragilidade iminente por elas adicionadas, devido às suas alavancagens excessivas movidas por pura especulação.

Outro episódio desestabilizador do mercado de capitais foi o da gigante varejista Americanas, em que o descobrimento de uma lacuna contábil de R\$ 20 bilhões, não detectada por auditores ou reguladores, levou à queda em 88% no valor das ações da companhia. Uma vez mais, as perdas foram enfrentadas não somente por acionistas diretos da empresa: vista a emissão de debêntures das Americanas, tanto no papel de cedente quanto no de sacado, os fundos de investimento detinham seus títulos como parte de suas carteiras de investimento.

Assim, mesmo investidores da renda fixa – modalidade de investimento de perfil conservador – tornaram-se expostos às perdas da varejista. Um caso notável foi o do banco NuBank, que, dentre as opções de investimento conservadora oferecidas, voltadas a construir reservas de emergência, havia fundos detentores de papéis das Lojas Americanas. O banco digital conta com 80 milhões de clientes no Brasil, sendo que 5 milhões deles são investidores, por meio de sua plataforma NuInvest.

Segundo reportagem do jornal Estadão, datada em janeiro de 2023, 1057 fundos possuíam ativos da empresa Americanas, sendo 588 deles de ações e 469 de debêntures. Entre eles, destacam-se aqueles de alta exposição, como Colorado FIA Ie, com exposição de 99,64% do seu portfólio na companhia, até outros, de caráter mais moderado.

Tal postura não surpreende: visto que na busca de superar os concorrentes, administradores de fundos são forçados a apresentar para a clientela produtos financeiros de alta performance (Beluzzo, 2008, p. 145). Para tanto, estimulam a alavancagem em ativos menos conhecidos, que os permitam ganhos acima de uma rentabilidade média, geralmente balizada pela taxa de juros básica, a Selic.

Seria ilegítimo sugerir que tais choques tenham se dado somente pela securitização ou pela modernização dos instrumentos financeiros. Análises os apontam como desdobramentos diretos de gestões negligentes, de esquemas fraudulentos e limitações operacionais. Contudo, seria igualmente ineficiente não nos debruçarmos sobre tais exemplos recentes para testemunharmos a intensa interdependência entre o mercado financeiro e o mercado de capitais, bem como a existência de fatores catalisadores e desestruturantes, como *market makers* especulativos, a competência limitada das auditorias privadas em detectar anormalidades nos balanços das companhias e a exposição exagerada de fundos em um único ativo, com o objetivo de elevar seus preços.

É natural que, diante de tais escândalos, haja uma maior pressão pública sobre autoridades reguladoras. Neste contexto, desempenha papel central a Comissão de Valores Mobiliários, CVM.

Diante do episódio da Light, tal agente parece mediar o relacionamento entre credores da companhia e seu corpo executivo, durante a fase de recuperação judicial, com dívida estimada em R\$ 11 bilhões. Em episódio recente, proprietários de debêntures da empresa exigiram, no dia 11 de setembro de 2023, a abertura de um processo investigativo contra seu diretor de relacionamento com investidores, Eduardo Gotilla, alegando a falta de transparência da companhia, que teve acatado o pedido de suspensão de assembleias periódicas aos debenturistas.

No tangente ao caso Americanas, a CVM abriu uma denúncia contra a empresa, bem como contra a empresa auditora, PwC, e B3 apontando corresponsabilidade pelas inconsistências contábeis de R\$ 20 bilhões, declaradas em junho de 2023, por Sergio Rial, novo presidente da companhia, que assumia o cargo no momento da descoberta. Uma semana após a divulgação do escândalo, a empresa entrou em processo de recuperação judicial, reajustando a previsão das dívidas para R\$ 47 bilhões.

Para além do cenário de negociação de dívidas privadas, pode-se observar outro movimento importante dentro do mercado de capitais: a estruturação do crédito privado de curto prazo, por instituições não financeiras, voltado para setores específicos. Gozando das vantagens da securitização, vê-se a criação mais frequente de fundos creditícios (FIDCs), instrumentos cuja maior parte dos recursos captados se destina a direitos creditórios. Destarte, novas empresas são criadas, com a especificidade de prover crédito para os setores específicos, mais comumente os de educação, agronegócio, imobiliário e de empréstimos diretos ao consumidor. Além de mais velozes, a abordagem desses novos entrantes usualmente conta com uma interface tecnológica, que as insere na classificação de *fintechs*.

Para acompanhar o surgimento de tais companhias, em 2022, o Banco Central aprovou a legislação referente às fintechs de crédito, estabelecendo de duas novas modalidades de empresas autorizadas ao fornecimento de crédito: a Sociedade de Crédito Direta (SCD) e Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP).

Diante desse avanço, diversas novas estruturas nascem para atuar como credoras em segmentos específicos, provendo liquidez a nichos que, por uma razão ou outra, estão impossibilitados de acessar crédito de instituições mais tradicionais. Gozando do avanço tecnológico e de projetos público-privado massivos, como o Open Finance, as empresas conseguem acessar novos dados sobre os clientes, cruzando-os e chegando a scores de crédito que os permitem oferecer para contas rejeitadas por bancos, de forma mais rápida e com menores e mais variadas garantias – desde aparelhos celulares até veículos, recebíveis, cargas ou imóveis.

No relatório Fintech Report 2023, realizado pelo Distrito, as startups de crédito são maioria, representando 17,8% das fintechs, além de ser a categoria que em 2022 mais recebeu volume de investimentos – totalizando 603 milhões de dólares, em 54 rodadas de investimento. Tal movimento: enquanto entre 2021 e 2022, os valores investidos em fintechs caiu 40%, para as startups de crédito, a queda foi de somente 5% - segundo o mesmo relatório.

Como vimos, o interesse das famílias e empresas em ganhos rentistas é crescente e marca do capitalismo financeiro moderno. Portanto, torna-se comum a inclusão de serviços financeiros em empresas de atuação não financeira como, por exemplo, a criação de bancos e carteiras digitais por Rappi, Ifood e 99; que passam a oferecer a seus clientes e fornecedores opções de parcelamento, antecipação de recebíveis e empréstimos pontuais.

É necessário observar, entretanto, que tais iniciativas de crédito, cuja parte relevante surgiu durante a pandemia, enfrentam momento delicado da história brasileira: recuperação econômica posterior ao lockdown, que levou a um maior endividamento da população; as altas taxas de juros, como medida combativa à

inflação e alta inadimplência. De acordo com o presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, em entrevista concedida ao Poder360, o Brasil fica atrás da Venezuela em recuperação de crédito, com uma taxa próxima de 18%.

No âmbito empresarial, os desafios se tornam palpáveis: de acordo com pesquisa do Serasa Experian, o número de solicitações de falência e recuperação judicial subiram 44% e 37,6%, respectivamente, se comparado o primeiro trimestre de 2023 ao mesmo período, no ano de 2022. Nas palavras do economista da mesma instituição, Luiz Rabi, essa ascensão se explica “pelo crescimento da inadimplência, que acontece desde 2021 . Adiciona: “cedo ou tarde, a inadimplência acumulada bate à porta da insolvência .

Essas afirmações reforçam a instabilidade no mercado de crédito e conduzem os grandes bancos a medidas mais restritivas, diminuindo seu volume de novos passivos. Em carta aos investidores, de maio de 2023, uma das mais reconhecidas gestoras de investimento, a Verde Asset, vê riscos de um “credit crunch – fenômeno de contração abrupta da liquidez.

Pinta-se então um quadro: o mercado de crédito transita de um período de alta liquidez, entre os anos de 2020 e 2021, marcado por baixas taxas de juros, para um período de contração creditícia, com juros acima de dois dígitos, devidos aos maiores riscos de *default*. Simultaneamente, a modernização institucional dos mecanismos de crédito, unida a um avanço tecnológico na leitura massiva de dados e na infraestrutura financeira, oferece uma fatia de mercado a novos entrantes – factoring, fintechs de crédito, estruturas de financiamento Peer-to-Peer, porém uma parcela detentora, de piores ratings. Os intermediários financeiros, gestoras e emprestadores menores parecem, então, surfar uma onda de ganhos de curto prazo, diante de um público de maior risco. Como sugerido, tais instituições, entretanto, são somente intermediárias e criadoras de liquidez para nichos – logo, muito dependentes de linhas de crédito bancárias tradicionais, que como apontado pela gestora, Verde, estão encolhendo. Assim, os novos veículos deverão lidar com maiores custos de capital, além dos maiores riscos de inadimplência.

Segundo a ótica Minskyana, reside nesse modelo em ascensão um catalisador da instabilidade financeira inerente, tendo em vista que, no formato descrito, poucas são as avaliações de crédito feitas sobre fluxos de caixa e muitas aquelas sobre fluxos de balanço e carteira, elementos característicos das finanças especulativas e Ponzi. De acordo com Minsky, enquanto as finanças protegidas apresentam risco ao pagamento das dívidas apenas se as receitas caírem abaixo das expectativas, as unidades Ponzi e especulativa permanecem vulneráveis ao desenvolvimento do mercado financeiro.

Diante do desenvolvimento corrente do mercado de capitais brasileiro, um importante dilema se forma: por um lado, por meio de investimentos estruturados, como a securitização, o risco de solvência de uma carteira de crédito é diluído

entre investidores. Por outra perspectiva, há riscos de longo prazo trazidos pelo *liquidity mismatch* a qual administradores de fundos naturalmente se expõem, ocasionado pela diferença entre o prazo de vencimento dos títulos em que o fundo investiu e os pedidos de resgate feitos pelos investidores. Pilar importante para a literatura minskyana, a preferência pela liquidez é, nesse caso, elemento absoluto e central. O autor afirma que “num mundo de empréstimos, é razoável para qualquer um ou para qualquer organização com compromissos de pagamentos manter algum dinheiro, visto sua propriedade de ser unidade de conta. Por tal motivo, em cenários econômicos desfavoráveis, investidores de fundos tendem a exigir o resgate antecipado do valor de suas cotas, como política de segurança contra eventos indesejados, forçando administradores dos fundos a criarem liquidez, por meio da venda de seus ativos mais atraentes, e elevando a participação na carteira de ativos menos líquidos. Deflagra-se portanto uma perversa ameaça à estabilidade do sistema de capital privado: a diluição do risco de crédito entre investidores é rebalanceado, inteira ou parcialmente, pelo possível risco de insolvência no caso de falhas estratégicas na montagem das carteiras de ativos.

Faz-se necessária a reflexão sobre a eficiência na administração das carteiras de créditos por credores insurgentes e por empresas cujas atividades financeiras não são principais. Ao longo deste estudo, mencionamos nomes de grandes companhias, detentoras de patrimônios líquidos multimilionários, que, em questão de meses, mudaram seu posicionamento sobre a capacidade de honrar seus compromissos financeiros, comprometendo detentores de títulos atrelados à sua operação. É natural, portanto, imaginar que, em empresas menores, a gestão dos recebíveis seja ainda mais desafiadora e com menores proteções financeiras e jurídicas, vistos menores níveis de caixa e patrimônio.

Sob a ótica da supervisão institucional de tais atividades, é válido reforçar, novamente, a presença de agentes como o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários. O primeiro monitora as atividades bancárias, estabelecendo regras para seu funcionamento e, principalmente, controlando sua liquidez – por meio da variação da taxa de juros ou da imposição maiores ou menores restrições mediante instrumentos como compulsório, taxa de redesconto e estratégias de *open market*. O segundo, a CVM, supervisiona a oferta de valores mobiliários – basicamente, títulos e contratos de investimento, nos quais se incluem, segundo o artigo 2º do regulamento da Comissão, ações, debêntures, bônus de subscrição, notas comerciais, clubes de investimentos, contratos futuros, entre outros.

Postos seus diferentes papéis, naturalmente os agentes contam com metodologias diferentes para avaliação de risco. No sistema bancário, dada a possibilidade da alavancagem financeira, utiliza-se, por exemplo, o Índice de Basileia, indicador sobre a solvência de uma instituição financeira, que relaciona o tamanho do patrimônio com o montante de empréstimos concedido. No mercado de capitais, a CVM conta com medidas de proteção para cada tipo de veículo. Para os FIDCs, um dos principais instrumentos de securitização utilizados no mercado

brasileiro, por exemplo, a Comissão exige uma diversidade nas carteiras dos fundos, os impedindo de ter acima de 20% de direitos creditórios e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, limites que devem ser cumpridos diariamente, com base no patrimônio líquido registrado no dia anterior. Para esse tipo de veículo, é exigida a contratação de uma entidade auditora e de uma agência de classificação de risco. Vale também dizer que os FIDCs possuem uma rotina bimestral de envios de documentos a seus administradores, que os repassam à CVM – o controle, entretanto, não envolve a avaliação de risco de crédito da carteira – tarefa que cabe aos gestores do fundo – e sim do parecer auditado de agências fiscalizadoras sobre os processos revisados.

Vê-se que o mercado de capitais brasileiro, sobretudo o de securitização, se desenvolve diante de um robusto conjunto de parâmetros legais, por parte das entidades reguladoras. Contudo, que não é suficiente para livrá-lo de riscos endógenos consideráveis – o que podemos ver pelos casos reais listados e pela aparente materialização da teoria minskyana sobre as taxonomias financeiras.

Assumir uma instabilidade inerente ao sistema financeiro foi uma importante contribuição de Minsky para a literatura econômica, e há caminhos que permitem associá-la também ao mercado brasileiro. Portanto, simplesmente constatar tal fato seria parcialmente produtivo, pois nada adicionaria de novo ao material econômico existente. Por esse motivo, afunilaremos nossa análise em dois tópicos que apresentam riscos maiores, mais específicos da realidade do mercado financeiro brasileiro e dos instrumentos nele criados.

5. FRAGILIDADES DOS MERCADOS BRASILEIROS DE CAPITAL E DE CRÉDITO

Conforme vimos, o mercado brasileiro se apoia em robustas camadas institucionais e regulatórias para evitar choques sistêmicos. Mesmo com tais esforços, os inúmeros episódios listados nos evidenciaram que tal proteção é falha. Nesta seção, exploraremos dois outros riscos que podem representar desafios maiores para o mercado brasileiro, nos próximos anos.

5.1. RISCO DE INADIMPLÊNCIA EM VEÍCULOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS, SOBRETUDO NAQUELES ESPECÍFICOS PARA A AGRICULTURA E PESSOAS FÍSICAS.

No tangente ao primeiro tópico, é válido reforçar a dificuldade primordial de se conceder crédito no Brasil, devido à dificuldade de recuperação e os altos níveis de inadimplência – desafios que impactam diretamente a gestão de fundos de

direitos creditórios, cujos títulos, como vimos, estão atrelados a dívidas entre partes.

Para além da instabilidade iminente, há dois tipos de veículos que devem ter cuidado adicional: os fundos detentores de recebíveis atrelados ao pagamento de pessoas físicas, com baixa ou nenhuma garantia, e os fundos de direitos creditórios do universo agrícola.

Como vimos, durante os últimos 5 anos, o mercado recebeu uma leva de novos entrantes, no papel de fornecedores de capital, com redução menor do que o mercado no nível de investimentos em empresas de tecnologia dessa vertical. Muitas delas miravam a oportunidade de atender uma parcela não atendida por bancos e credores tradicionais, por conta de scores de crédito ruins ou demais condições limitantes. Se, por um lado, o oferecimento de mais serviços financeiros a grupos negligenciados se mostra inclusivo, a natureza da sua atividade apresenta alto risco e exige, portanto, um profundo e constante monitoramento das carteiras.

Um exemplo recente é o da administradora de cartões de crédito, Credz, que, em parceria com lojas de varejo, fornecia cartões a públicos de menor renda. A companhia, que tinha seu financiamento sustentado por grandes instituições como Itaú, XP e Credit Suisse, suspendeu o pagamento de uma nota comercial do Banco Votorantim, deixando seus demais investidores, sobretudo porque R\$ 1,3 bilhão, do total de R\$ 3,5 bilhões de dívida, estavam em um FIDC, disponível na carteira de 60 gestoras, além da existência de dívidas corporativas e taxas. Segundo reportagem do Brazil Journal, “o problema da Credz tem potencial de causar abalos sistêmicos na indústria de FIDCs .

Por último, mas não menos importante, vale ressaltar a preocupação da crescente popularização de fundos de investimentos atrelados a recebíveis agrícolas. Como vimos, instrumentos como CRAs já apresentam um volume relevante de negociação. Há de se pregar uma atenção dobrada para esse tipo de instrumento de crédito, visto que seu retorno está atrelado a ativos da agricultura e, esta, vem sofrendo fortemente com o quadro de alterações climáticas. Mudanças nos períodos de colheita bem como a redução no número de safras podem comprometer a capacidade de pagamento de investidores. Ainda é cedo para afirmar que a crise climática tenha causado impactos sistêmicos ao mercado de capitais, mas esses parecem não demorar a aparecer.

5.2. DISPERSÃO DE LIMITES DE CRÉDITO DE PESSOAS FÍSICAS EM DIFERENTES INSTITUIÇÕES E BANDEIRAS DE CARTÃO.

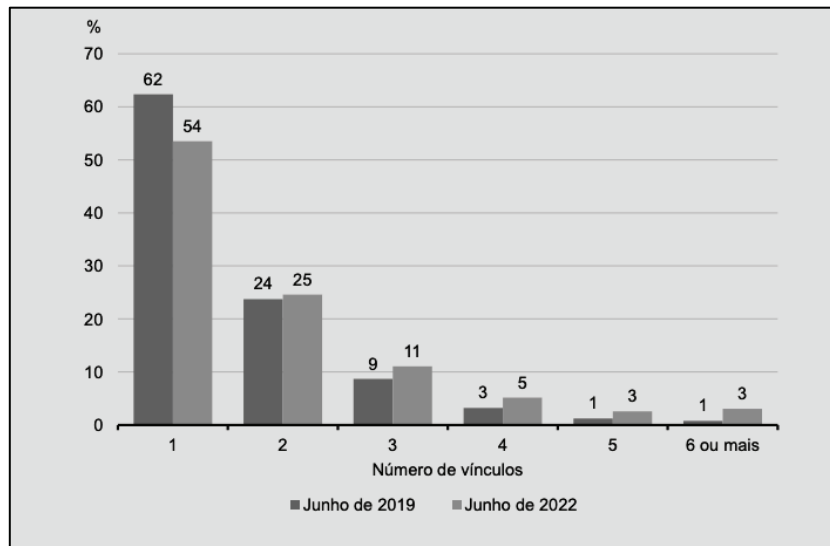
Como apontado anteriormente, o mercado de crédito privado manteve-se relativamente forte. Em paralelo ao seu alto volume, há sua intensa diversificação

– para companhias maiores, por meio de instrumentos mais sofisticados, como de securitização, e para indivíduos, mediante o oferecimento de novas alternativas de financiamento, em termos de prazo, agilidade e garantias.

Referente à evolução do crédito para este segundo grupo, reside preocupação peculiar: como resultado direto da flexibilização creditícia, constata-se um número maior de indivíduos detentores de múltiplos cartões de crédito. De acordo com o Relatório de Economia Bancária de 2022, publicado pelo Banco Central, em junho desse ano, a quantidade de cartões de crédito (190,8 milhões) representava quase o dobro da população economicamente ativa (107,4 milhões).

Além da expansão na base de usuários de cartão, observa-se paralelamente uma característica importante de seu uso: a elevação no número de vínculos por indivíduo – indicativo do uso de cartões de variadas instituições, conforme indicado pelo gráfico abaixo.

Gráfico 3 - Distribuição dos usuários por número de vínculos



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2022**. 6 de junho de 2023. Boxe 3 – Perfil de utilização de cartões de crédito no Brasil. P.52

Esse fator apresenta ameaça direta à estabilidade financeira, visto que o uso somado dos limites de crédito oferecidos pelas instituições amplia o endividamento consolidado das famílias, além de atrelá-lo a condições de cobrança diferentes, estabelecidas por cada credor. Adicionalmente, ainda segundo o relatório supracitado, nota-se que quanto maior o número de vínculos, maiores tendem a ser os limites médios – fato promotor de “alavancagem às famílias.

Em sua conclusão do Relatório, o Banco Central reconhece:

O aumento do saldo devedor médio e do limite utilizado, à medida que cresce o número de vínculos, indica que provavelmente existe uma busca por mais limite para gastos por parte de usuários com cartões em um número maior de instituições. Além disso, há indícios de que o acesso a um maior número de cartões com emissores diferentes tende a aumentar o saldo médio em modalidades sujeitas à cobrança de juros, em que se destaca o crédito rotativo, cujas taxas de juros são elevadas. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2023, p. 57-58)

De acordo com Estatísticas Monetárias e de Crédito do Banco Central (2022), os brasileiros dobraram o número de atrasos nos pagamentos no rotativo do cartão de crédito, chegando em 19,13% dos clientes. O mesmo relatório traz que em novembro de 2022, as dívidas no rotativo do cartão somavam o valor recorde de R\$ 48,5 bilhões.

A dificuldade reside no custo desse crédito, o mais caro do sistema financeiro, com juros anuais que chegam 447,7%, em maio de 2023. A essa taxa, uma dívida de R\$ 1.000 se tornaria R\$ 5.447, após apenas um ano.

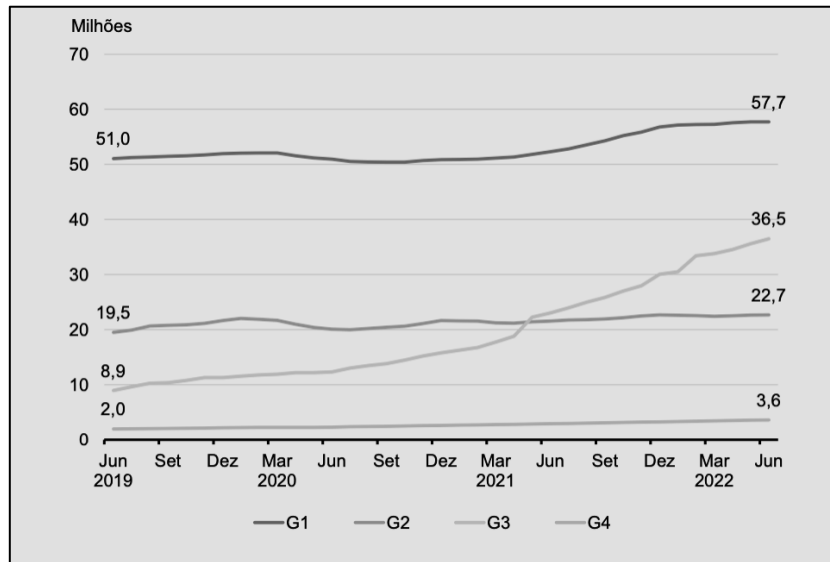
A proliferação dos instrumentos de crédito, a exemplo dos cartões, avança em compasso com a evolução das tecnologias financeiras e do mercado de securitização. Isso porque, ampliadas as possibilidades reguladas de ofertar crédito, novos competidores entram no mercado. Segundo pesquisa setorial de crédito digital 2023, realizada pela PWC, as operações com FIDCs ou securitizadoras se tornaram a fonte mais importante de investimento das fintechs de crédito, ultrapassando o capital próprio, como pode ser verificado no gráfico a seguir.

Gráfico 4 - Percentual por tipo de fonte de capital (2020-2022)

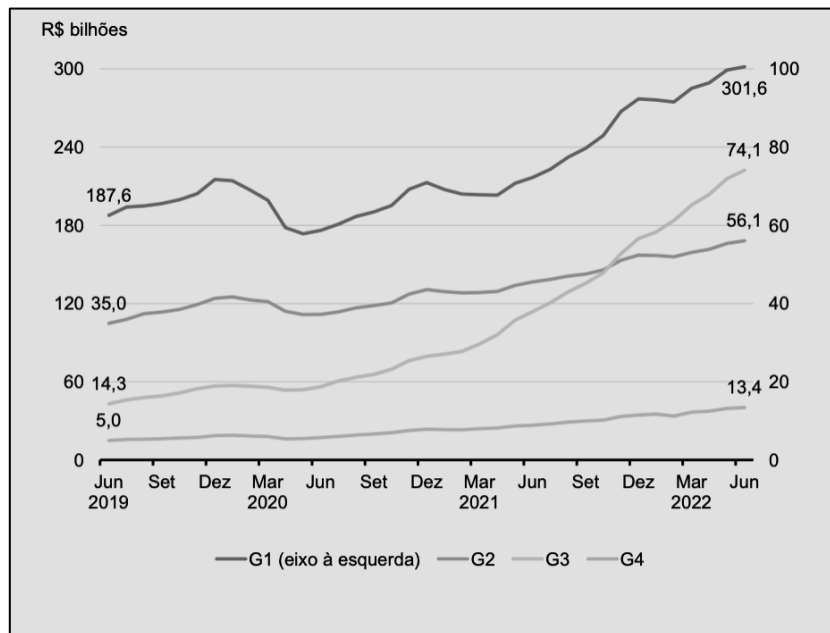
Fonte: PWC. **Pesquisa Fintechs de Crédito Digital 2023**. P.31.

Esse movimento corrobora a crescente participação do capital privado não bancário no mercado de crédito, que discutimos até aqui, e nele o papel de investidores de menor porte e até mesmo individuais no fornecimento de capital.

Esse movimento pode ser observado pelo seguinte gráfico, que demonstra que o crescimento dos cartões, pela ótica de seus emissores, foi puxado por integrantes do Grupo G3. Segundo a classificação utilizada pelo Banco Central, o G3 são de “instituições financeiras que operam predominantemente com modelo digital, seja por meio de licença bancária ou por meio de um conglomerado que inclua instituições não bancárias e emule os serviços de bancos, sociedades de crédito e instituições de pagamento.

Gráfico 5 - Evolução do número de usuários por grupos emissores

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2022**. 6 de junho de 2023. P.52

Gráfico 6 - Evolução do saldo devedor total por grupos emissores

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2022**. 6 de junho de 2023. P.55

A ascensão no número de vínculos de cartão de crédito pode ser um indicativo da construção de finanças do tipo Ponzi, visto que, os limites de crédito, estabelecidos arbitrariamente por cada instituição, permitem que o devedor contrate um maior número de empréstimos de fontes variadas sem necessariamente liquidar seus compromissos anteriores. Isso pode levar a uma ilusão de riqueza, dado o fácil acesso ao capital; e à necessidade de renegociação das dívidas contratadas.

Nas palavras de Minsky (1966, p. 15), as crises financeiras ocorrem porque as unidades econômicas precisam ou desejam mais dinheiro do que há disponível nas suas fontes usuais de recursos e, por isso, recorrem a outras formas de levantar capital. Esse aparenta ser o quadro em formação no mercado de crédito brasileiro.

Neste contexto de finanças Ponzi, o devedor torna-se incapaz de saldar integralmente suas dívidas no período contratado e até mesmo das parcelas de juros que nelas incidem. Como consequência, é necessária a venda dos ativos ou a emissão de novos empréstimos para saldar os anteriores. É natural aos bancos, nos momentos de incerteza, alterar as condições dos empréstimos e exigir maiores garantias dos devedores. Isso porque apostam que, no caso de inadimplência, o ativo alienado valorizará o suficiente para cobrir os passivos originais.

Não por acaso, a pesquisa setorial da PWC sobre crédito digital, mencionada anteriormente, também aponta que, de 2020 a 2022, as fintechs de crédito passaram a exigir mais garantias, inclusive ativos ilíquidos, como bens e imóveis. Garantias que também cresceram foram as de fundos e aplicações, todas variando em 1 ponto percentual. Por outro lado, houve uma queda de 3% na utilização dos recebíveis como colaterais, sinalizando uma maior desconfiança do mercado frente a esse ativo. Essa dinâmica reforça o comportamento pró-cíclico das instituições financeiras, que variam suas margens de segurança, como aponta Minsky (1986, p. 264).

O contexto macroeconômico brasileiro atual é definitivamente desafiador para realizar operações de crédito. Entre as adversidades, podemos mencionar a rápida ascensão da taxa de juros, entre 2020 e 2023; e o alto endividamento das famílias, com crescente participação das dívidas cartão de crédito.

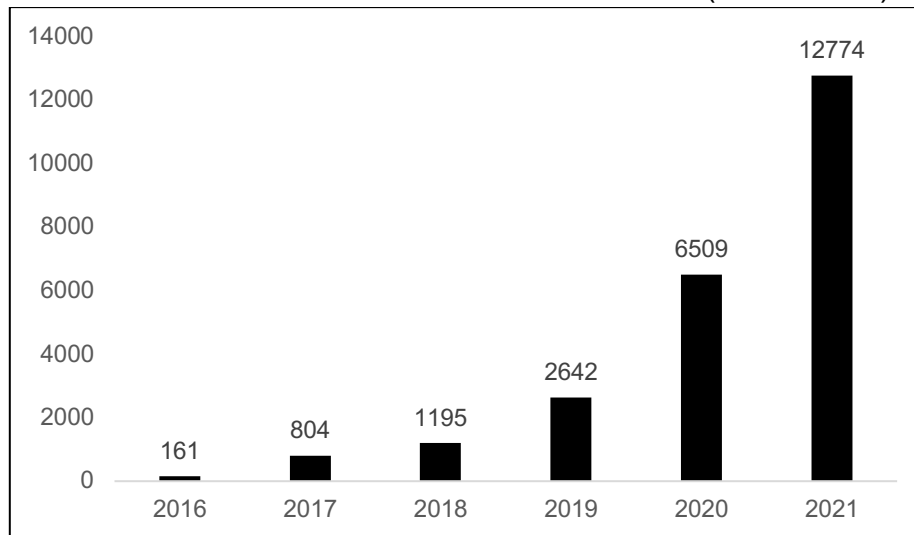
Em 6 de maio de 2020, conforme ata da 230ª Reunião do Comitê de Política Monetária, o cenário econômico daquele ano prescrevia uma “estímulo monetário extraordinariamente elevado (2020, p.4). O contexto era de desaceleração econômica global, devido à pandemia da Covid-19, e, portanto, quedas graduais na taxa básica (Selic) eram parte de um plano de recuperação sustentável da economia. Com o avanço da vacinação, a pandemia conseguiu ser controlada, mas deixou sequelas: a diminuição da oferta global de produtos e os altos custos enfrentados pela cadeia logística elevaram os níveis de inflação. Em 2021, a

inflação, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), chegou a 10,1% (IPEA, Lameiras e Moraes, 2023).

Um ambiente inflacionário compromete a capacidade de pagamento das dívidas pelas famílias, vista a perda de seu poder de compra. Uma vez que o mesmo padrão de vida se torna mais caro, as famílias tendem a suspender o pagamento de dívidas de longo prazo, para arcar com o aumento de seus custos fixos e variáveis. Em adição, passam a endividar-se por meio de novos passivos nos cartões de crédito. Em um ambiente de alta liquidez e do nascimento de novos players de crédito, como em 2021, ser detentor de mais de um cartão tornou-se acessível.

No gráfico abaixo, extraído da Pesquisa sobre Crédito Digital da PWC, de 2022, é visível o crescimento desse mercado. O mesmo relatório afirma que essa expansão foi puxada essencialmente pelos empréstimos a pessoas físicas, que expandiram 141% no período. Para as empresas, o aumento foi de 46%.

Gráfico 7 - Valor total de créditos concedidos (em milhões)



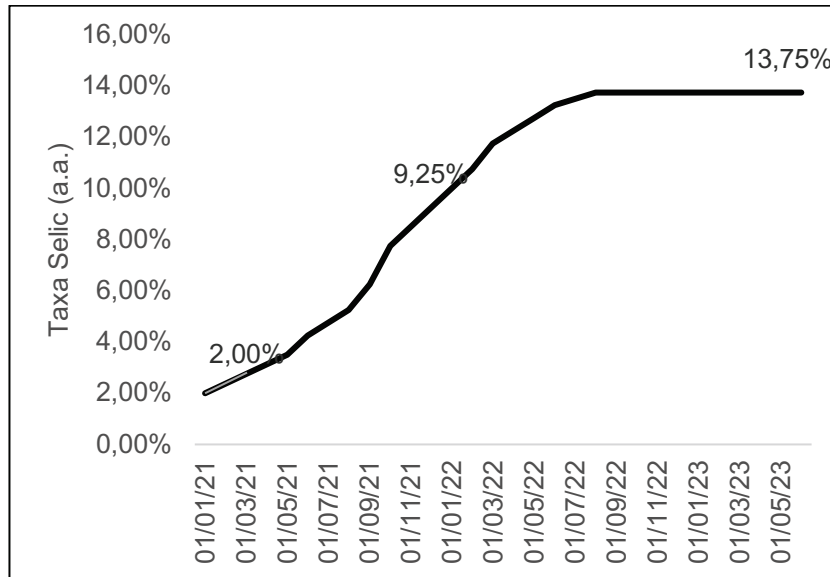
Fonte: elaborado pelo autor (2023), com base nos dados da Pesquisa Fintechs de Crédito Digital 2022. PWC. P.25.

Segundo pesquisa do Serasa sobre Uso de Cartões de Crédito (2022), os principais gastos com o cartão, a nível nacional, são em alimentação (17%), seguido de farmácia (15%) e eletrodomésticos (14%). Esses números ilustram o efeito prático da perda do poder de compra, dada a crescente necessidade de recursos externos para custear, em sua maioria, itens de necessidade básica.

Como resposta à questão inflacionária, o Banco Central, a partir de 2021, iniciou uma política monetária contracionista, elevando a taxa de juros

consecutivamente, até o atingimento do pico em 2023, em 13,75% a.a. O gráfico abaixo demonstra essa escalada.

Gráfico 8 - Evolução da Taxa Selic (2021-2023)



Fonte: elaborado pelo autor (2023), com base nos dados históricos do Banco Central do Brasil.

A política contracionista teve relativo sucesso para o controle da inflação e contou com posteriores quedas: em novembro de 2023, atingiu o patamar de 12,25%. Entretanto, foram reduções pequenas para conter o encarecimento dos empréstimos das famílias e empresas. Segundo pesquisa sobre endividamento, realizada pelo IBRE-FGV (2022), a alta de juros está atingindo em cheio as famílias endividadas, provocando intensa atividade de renegociação entre as partes envolvidas, num processo que não se resolve da noite para o dia. Minsky (1995, p. 11) chama atenção para possíveis consequências de uma política monetária como essa, dizendo: “grandes aumentos nas taxas de juros podem transformar unidades de finanças especulativas em unidades de finança Ponzi”.

A dificuldade de pagamento das dívidas é mais sentida por grupos de menor renda. De acordo com artigo publicado pelo Instituto Brasileiro de Economia da FGV, em novembro de 2022:

Em termos de linhas, no período compreendido entre janeiro de 2020 e julho de 2022, no segmento da baixa renda, houve aumento de 68,5% no endividamento em cartão de crédito e de 131% no empréstimo pessoal sem garantias. Fundamental notar que essas são as duas mais caras linhas de crédito disponíveis no país. Em julho de 2022, o saldo das operações com cartões para a baixa renda atingiu R\$ 114,3 bilhões, e o das operações de empréstimo pessoal chegou a R\$ 46,9 bilhões. Já a inadimplência da baixa renda nessas duas modalidades oscilou bastante desde o início da pandemia, mas vem subindo

preocupantemente no período mais recente. A do cartão de crédito saiu de 7% em maio de 2021 (mínima mais recente) para 13% em julho de 2022. E a dos empréstimos pessoais foi de 6% em outubro de 2021 para 10% em julho de 2022. (IBRE-FGV, 2022)

Segundo a mesma pesquisa, para os grupos de renda mais alta, a inadimplência referente a cartões de crédito para a alta renda saiu de 2% para 3% entre janeiro e julho de 2022, enquanto a do crédito pessoal seguiu a mesma trajetória, mas a partir de fevereiro deste ano.

O quadro que se configura, portanto, no mercado de crédito brasileiro carrega consigo sementes de instabilidade. Uma delas é o encarecimento das dívidas privadas frente a alta nos juros e a outra é a dispersão das dívidas das famílias entre diversas fontes de capital. A corrente facilitação de acesso ao crédito trazida pelas fintechs parece inflar esse contexto.

Para além das operações de crédito, o fenômeno de endividamento e o consequente aumento na renegociação das dívidas geram efeitos no mercado de capitais. As instituições financeiras, incluindo as novas fintechs de crédito, aproveitam do maior uso de cartões para explorar oportunidades de ganho. Isso porque, por meio da securitização, passam a ofertar ao mercado novos títulos lastreados às dívidas dos cartões e/ou aos ativos travados como garantia desses empréstimos. Tal movimentação amplia a geração de receita, mediante a cobrança de taxas administrativas, transacionais e sobre o volume sob gestão.

Essa postura financeira, entretanto, está mais exposta a alterações nos níveis de preço dos ativos e vulnerabiliza o sistema. Como abordamos, o direito ao recebimento de um crédito ou os ativos exigidos como colaterais lastreiam os títulos de dívida privada. Sendo assim, uma desvalorização desses ativos altera as expectativas dos investidores sobre os retornos esperados e pode dar início à uma corrida pela liquidez. Há de se lembrar, nas palavras de Minsky (1993, WP nº 93), que intermediários como bancos, seguradoras, fundos mútuos e de pensão, são *profit-seeking*. Sendo assim, frente a mudanças de percepção sobre um risco de um ativo, não hesitarão em vendê-los, a fim de obter posições mais líquidas. Assim, o cenário desfavorável de crédito vivido pelo Brasil, sobretudo para pessoas físicas, representa um ameaça também para a estabilidade do mercado de recebíveis.

Como resposta às fragilidades supracitadas, há de se reconhecer duas medidas anticíclicas importantes: o programa Desenrola Brasil e o desenvolvimento do Open Finance.

O programa Desenrola, segundo o site do Governo Federal, se trata de um projeto para renegociação de dívidas inadimplidas entre 2019 e 2022, cujo valor atualizado seja inferior a R\$ 20 mil. De acordo com artigo publicado em julho de

2023, na seção Conjuntura Econômica do IBRE-FGV, a iniciativa teve impacto positivo até o momento. O estudo aponta que, na sua primeira semana de vigência, houve um aumento de 62% nas negociações de dívidas bancárias em relação à semana de 19/6 a 25/6, e descontos 97% maiores, que somaram R\$ 973 milhões. Contudo, o cenário ainda é desafiador e soma 71,8 milhões de inadimplentes, segundo Mapa de Inadimplência e Negociação de Dívidas no Brasil, realizado pelo Serasa.

O programa de Open Finance, por sua vez, se trata de uma iniciativa tecnológica do Banco Central que permite a troca de informação sobre clientes entre instituições financeiras, em caso de consentimento. Com isso, torna-se possível aos bancos analisarem dados granulares e oferecerem produtos mais adequados às suas carteiras. Adicionalmente, dá a eles maior transparência sobre o endividamento de seus clientes, uma vez que passam a visualizar o comportamento dos tomadores em diferentes instituições. De março a dezembro de 2022, foram 18,7 milhões de consentimentos ativos, segundo Relatório Anual de Open Finance de 2022. Frente a uma população bancarizada de aproximadamente 190 milhões, segundo dado do Banco Central (2022), a adoção do programa ainda que numerosa, é proporcionalmente baixa.

Como tratamos, existem mudanças de comportamento relevantes das famílias e empresas brasileiras no uso do crédito. De um lado, pressões inflacionárias e incertezas macroeconômicas condicionam as unidades econômicas ao endividamento. De outro, a sofisticação das ferramentas financeiras e um quadro regulatório favorável privilegiam a entrada de novas empresas, que absorverão a demanda das famílias por crédito. Como resultado, temos a pulverização das dívidas das famílias em múltiplas linhas de crédito, que solicitam mais cartões para arcar com contas que não conseguiriam quitar por outros meios de pagamento à vista. Conforme abordamos, cada vez mais, os recursos de terceiros estão sendo requisitados para atender a necessidades básicas de consumo. O desempenho incerto das carteiras de crédito é também refletido no mercado de capitais, por meio da variação nas cotas dos fundos, sobretudo aqueles específicos de direitos creditórios. A constante oscilação nos ativos dos cotistas expõem esses veículos a riscos de liquidez, como em casos de exigência de resgates antecipados pelos investidores dos fundos. Todos os fatores mencionados endogenamente corroboram a fragilização do sistema financeiro brasileiro, tornando-o mais vulnerável a choques e à disseminação dos seus efeitos negativos.

6. CONCLUSÃO

Ainda que não tenha vivenciado a completa revolução do mercado financeiro, Minsky nos deixou como legado a Hipótese da Instabilidade Financeira, que parece se encaixar muito bem às estruturas atuais. A literatura minskyana é bem-sucedida em descrever muitos dos fenômenos vividos na Crise do Subprime,

por exemplo. O comportamento pró-cíclico dos bancos, a crescente desregulamentação financeira, o surgimento das *non-banking financial institutions*, os riscos da securitização – todos esses são temas cobertos pela literatura Minskyana e que foram catalisadores da bolha imobiliária vivida pelos Estados Unidos.

Quando aplicamos a ótica Minskyana para o cenário brasileiro, podemos ver diferenças significativas com o sistema norte-americano de 2008. Do ponto de vista regulatório, podemos dizer que nossos mercados contam com uma camada robusta de fiscalização, realizada conjuntamente pelos agentes CVM, B3, ANBIMA e Banco Central do Brasil. Conforme abordamos neste trabalho, essas instituições supervisionam os mercados financeiros e de valores mobiliários, estabelecendo regras para o funcionamento dos agentes e fiscalizando suas atividades, por meio de requisições recorrentes.

Por outro lado, o Brasil enfrenta um conjuntura desafiadora no mercado de crédito. O alto endividamento das unidades econômicas, a crescente necessidade de capital de terceiros para atender a necessidades básicas, o aumento da inadimplência pelas famílias e empresas são marcas de um cenário brasileiro pós-pandemia. O cenário inflacionário ocasionado pelas adversidades da Covid-19, como os gargalos logísticos e redução na oferta de bens e serviços, diminuíram o poder de compra das famílias. Por esse motivo, tais grupos passaram a buscar recursos externos para cumprir com suas obrigações financeiras.

Vimos que, no ano de 2021, muitas instituições financeiras não bancárias surgiram, paralelamente ao crescimento acelerado do mercado de capitais. Em um cenário de taxas de juros excessivamente baixas e de alta demanda por empréstimos, uma camada de agentes intermediários se formou, a fim de fornecer liquidez a nichos. Muitos deles miraram no crédito voltado a pessoas físicas e, como consequência, tivemos um aumento significativo no número de cartões de crédito por indivíduo.

A dispersão do endividamento entre múltiplas instituições financeiras é perigosa. Isso porque novas dívidas são formadas para arcar com compromissos anteriores, o que caracteriza uma finança do tipo Ponzi. Esta, como abordamos, é a estrutura mais frágil segundo a ótica de Minsky. Caminhar nessa direção – que aparenta ser realidade - é fomentar a instabilidade financeira.

Uma crise no mercado de crédito tem impacto direto no mercado de capitais. Conforme abordamos, muitos das dívidas privadas são negociadas como títulos de recebíveis. Assim, o sucesso desses ativos está relacionado à adimplência das carteiras de crédito a que os ativos estão lastreados. Destarte, uma inadimplência crescente, como a atual, coloca também em risco os detentores de recebíveis – ativos que usualmente compõem boa parte dos portfólios de fundos privados.

Cobrimos brevemente também o risco dos recebíveis agrícolas, vistas as intensas alterações climáticas, que podem comprometer safras futuras e, conseqüentemente, os ativos utilizados como garantia das operações. Devido ao foco em outros riscos, o presente trabalho cobriu o tema de modo superficial, deixando o convite de seu aprofundamento em pesquisas futuras.

Em síntese, pudemos verificar que ainda que o cenário brasileiro conte com instituições e ferramentas fiscalizadoras relevantes, os mercado de capital e de crédito não se mostram imunes a colapsos. Não somente estão expostos conjuntamente a esse risco, como existe uma crescente pressão dos agentes para a sofisticação das práticas financeiras e para a simplificação legislativa que facilite novos entrantes. Ao longo de nossa pesquisa, elencamos eventos reais de crises de crédito e inúmeras dificuldades macroeconômicas que fragilizam nosso sistema financeiro e fazem deste cenário delicado.

Estamos munidos de exemplos históricos, como o da Crise do Subprime, que nos reforçam escolhas ruins. Altos níveis de alavancagem e uma exagerada desregulamentação financeira parecem ser duas delas. Entretanto, o desenvolvimento acelerado do mercado financeiro brasileiro nos sinaliza que, apesar de cientes desses riscos, não limitará seu crescimento com base em erros passados e o caminho escolhido é o mesmo de outras economias com maior grau de financeirização.

Sendo assim, a estabilidade financeira futura da economia brasileira dependerá de nossa boa vontade em aprender com capítulos econômicos progressos, utilizando-nos das boas práticas e desviando-nos daquelas de caráter especulativo e formador de bolhas. Afinal, como bem afirma Marx, a história tende a se repetir, a primeira vez como tragédia e a segunda como farsa.

REFERÊNCIAS:

ANDREWS, Edmund; DE LA MERCED, Michael; WALSH, Mary. Fed's \$85 Billion Loan Rescues Insurer. **The New York Times**, New York, September 16th, 2008.

ARBEX, Pedro. Por que a Credz assusta a Faria Lima? **Brazil Journal**. 3 de outubro de 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório Anual de Open Finance 2022.

BORÇA JUNIOR, Gilberto; TORRES FILHO, Ernani. Analisando a Crise do Subprime. **Revista do BNDES**. V.15, N.30., P.129-159, DEZ.2008.

COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz. "Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas (1998).

D'AGOSTO, Marcelo. Entenda o caso RDVT11, da Rodovias Tietê. **Valor Investe**, São Paulo, 27 de novembro de 2019. Acesso em: 20/10/2023.

DE LOURENÇO, André. "O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade (2005).

DOLLE, Camilla. O que é um FIDC? Descubra como funciona e como investir. **EXPERT XP**. São Paulo, 07 de julho de 2023.

Financial Crisis Inquiry Commission, Stanford University: database.

GABRIEL, Luciano; BAHRY, Thaiza. A Hipótese da Instabilidade Financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos (2010). R. Econ. contemp., Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 27-60, jan./abr. 2010.

IBRE-FGV, 08 de novembro de 2022, Rio de Janeiro, Press Release - Alto endividamento das famílias, com destaque para os mais pobres, é desafio para o próximo governo – . Acesso em: 26/11/2023.

MALKA Y NEGRI, Danny. A Operação de Securitização de Créditos no Mercado de Capitais Brasileiro (2018).

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "Banking and a Fragile Financial Environment" (1976). Hyman P. Minsky Archive. 405.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster" (1970). Hyman P. Minsky Archive. 80.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "Finance and Stability: The Limits of Capitalism" (1993). Hyman P. Minsky Archive. 43.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "Money Manager Capitalism, Fiscal Independence and International Monetary Reconstruction" (1988). Hyman P. Minsky Archive. 431.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "Money, Banking and Finance and the Performance of End of the Millenium Capitalism" (1992). Hyman P. Minsky Archive. 312.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "Securitization" (1987). Hyman P. Minsky Archive. 15

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism" (1995). Hyman P. Minsky Archive. 69.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement" (1978). Hyman P. Minsky Archive. 180.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy" (1979). Hyman P. Minsky Archive. 471.

MINSKY, Hyman (2010). Estabilizando uma Economia Instável. Cap 9 e 10.

MONTEIRO, Solange. Impactos do Desenrole: primeiros balanços. **Blog da Conjuntura Econômica – IBRE-FGV**. Rio de Janeiro, 26 de julho de 2023.

NERSISYAN, Yeva; DANTAS, Flavia. Rethinking liquidity creation: Banks, shadow banks and the elasticity of finance (2017). Journal of Post Keynesian Economics, DOI: 10.1080/01603477.2017.1356686.

SEGALA, Mariana. Light: debêntures caem com ação para suspender pagamentos. **Quantum Finance**, 11 de abril de 2023.