

A EVOLUÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO E A TEORIA DA POUPANÇA, DO INVESTIMENTO E DOS JUROS*

Victoria Chick**

Alain Parguez, por muitos anos, defendeu a causa da economia pós-keynesiana no Instituto de Estatística, Matemática e Economia Aplicada (ISMEA), em Paris. Em 1985, ele me convidou para participar de uma conferência no Instituto. Devido ao excesso de trabalho e a uma confusão generalizada, apenas tive tempo de preparar um texto muito insatisfatório, que, à minha chegada, tentei escusar-me de apresentar. Alain, com seu charme e persuasão, recusou-se a conceder-me essa saída fácil. Consegui postergar minha apresentação para o dia seguinte e sentei, sentindo-me um pouco deprimida, para ouvir os demais trabalhos. Durante uma apresentação em francês, que eu mal conseguia entender, minha atenção dispersou-se, e comecei a meditar sobre a questão da administração do passivo, um fenômeno que já havia sido bastante discutido no Reino Unido, embora apenas em um quadro de referência monetário e bancário. Que diferença essa administração do passivo faria, pensei, se considerada em um contexto macroeconômico mais amplo? Subitamente, cheguei à conclusão de que tinha uma resposta para essa pergunta. Partindo do trabalho que havia desenvolvido no livro *Macroeconomics After Keynes* (CHICK, 1983) e juntando minha resposta com um esquema evolutivo (que eu havia inventado durante a supervisão do trabalho de um aluno de pós-graduação), apresentei, no dia seguinte, algo parecido com o capítulo que se segue. Eu nunca teria seguido essa estratégia de alto risco se não soubesse que podia contar com a simpatia do anfitrião e da audiência. O capítulo é, portanto, dedicado a Alain Parguez, o qual, eu suponho, não conhece essa história.

* A autora deseja agradecer a Sheila Dow, Basil Moore, David Llewellyn, Otto Steiger, Brian Tew e aos participantes do seminário na Universidade de Buckingham por seus úteis comentários e sugestões. O resultado final é de responsabilidade da autora.

** Professora da University College, Londres.

Introdução

A teoria da poupança e da taxa de juros não pode — ou mesmo não deve — ser independente do estágio de desenvolvimento das instituições financeiras.¹ Em Chick (1983, cap.9), foi afirmado que a inversão da causalidade na relação entre poupança e investimento, proposta por Keynes (1936), não devia ser vista como a teoria correta triunfando sobre o erro, mas como uma mudança no que constituía a teoria correta, devido ao desenvolvimento do sistema bancário.

O propósito deste capítulo é desenvolver mais essa perspectiva, trazendo-a até os dias presentes.² A primeira parte do capítulo traça, de forma estilizada, a evolução do sistema bancário inglês.³ Os desenvolvimentos paralelos nos mercados e nos intermediários financeiros não bancários, muitas vezes um complemento necessário ao desenvolvimento do sistema bancário, serão, de uma forma geral, tomados como conhecidos. Em seções subseqüentes, será argumentado que o comportamento dos bancos evoluiu para um estágio suficientemente diferente daquele para o qual a abordagem de Keynes era pertinente, de forma a exigir alterações na teoria preexistente sobre o investimento, a poupança e os juros. Mudanças específicas são propostas, sendo delineadas as suas implicações para a macroeconomia.

Os estágios do desenvolvimento bancário

O sistema bancário desenvolveu-se de forma contínua: não há rupturas abruptas entre os estágios descritos a seguir. Em conseqüência, a dificuldade para a teoria econômica consiste em uma questão de julgamento: decidir qual caracterização captura os aspectos mais salientes de um sistema complexo em mudança contínua e, além disso, definir quando uma mudança de características tem importância do ponto de vista teórico.

Na maior parte das vezes, as mudanças nas instituições — e em sua atuação — não são explicitadas no trabalho teórico. O propositor da teoria pode ser inibido pelo pressuposto geral de que a teoria econômica deve transcender à sua época. Aqueles que

¹ Ver Hicks (1967, cap.9) sobre o significado, para a teoria, da mudança da moeda metálica para a moeda-crédito.

² A necessidade de fazer isso foi afirmada em Chick (1984). Na época, eu não conseguia perceber a melhor maneira de avançar nesse sentido, e este trabalho é, ele próprio, apenas preliminar.

³ Uma perspectiva assim tão estreita exige desculpas. (Eu tive a cautela de nem mesmo dizer "sistema bancário britânico", pois os bancos escoceses seguiram uma trajetória ligeiramente diferente.) Meu motivo é o conhecimento insuficiente sobre outros sistemas, e minha desculpa é uma intuição de que, provavelmente, a história bancária segue, de uma maneira geral, padrões universais, embora com importantes variações.

aceitam essa suposição e, apesar disso, conseguem construir teorias "relevantes" devem processar os dados institucionais de forma intuitiva⁴.

Mesmo quando esse processamento é consciente, as ambigüidades nele implícitas tornam a tarefa difícil e contribuem para uma considerável defasagem da teoria em relação aos eventos.⁵ A natureza qualitativa da avaliação e o tempo decorrido tornam pouco adequado tentar datar de forma mais precisa os estágios de desenvolvimento do sistema bancário.

Feitas essas observações acauteladoras, resta começar com a descrição dos dois estágios já referidos na introdução: os que sumarizam a "transição keynesiana" para o crescimento induzido pelo investimento.

Estágio I

Neste estágio, os bancos são numerosos e pequenos, além de semi-isolados geograficamente. Débitos em contas bancárias não são usualmente utilizados como forma de pagamento. Os bancos eram, portanto, principalmente receptores de poupanças: balanços de transações não circulavam através deles em grande quantidade. Essas características implicavam que uma expansão dos empréstimos levasse a uma substancial perda de reservas, até mesmo para o sistema como um todo. Os bancos eram, pois, dependentes dos depósitos para formar reservas e das reservas para obter capacidade para emprestar.

Fazendo **R** = reservas, **L** = empréstimos (ou adiantamentos) e **D** = depósitos, teríamos a seguinte cadeia causal:

$$\Delta D \rightarrow \Delta R \rightarrow \Delta L.$$

Os depósitos, neste estágio, são constituídos por poupanças. Sua oferta para os bancos pode ser considerada como exógena ao sistema bancário, originando-se de uma oferta crescente de moeda que as pessoas não desejavam reter na forma de dinheiro, ou de uma mudança nas preferências do público entre dinheiro e depósitos, à medida que aumentava a confiança nos bancos. Se a primeira dessas fontes fosse a única importante, a existência dos bancos não perturbaria em muito a teoria quantitativa da moeda.

Enquanto os bancos permaneceram nesse estágio de seu desenvolvimento, eles foram — exatamente como os próprios banqueiros afirmavam — elementos de ligação

⁴ A única coisa "errada" com a intuição é a dificuldade em compartilhá-la. Para uma análise do papel da intuição, ver Dow (1984).

⁵ Um testemunho disso é a relutância de Irving Fisher (1930) e de Keynes (1930) em incluir os depósitos bancários na definição de moeda. Schumpeter (1959) sublinhou o aparecimento tardio da teoria do multiplicador dos depósitos de crédito bancário.

entre a poupança e o uso dessa poupança para investimento. Eles funcionavam, em grande parte, da mesma forma que as instituições de empréstimo direto, como o mercado de novas emissões, onde alguém precisa ter poupado dinheiro antes de poder emprestá-lo. Nessas circunstâncias, a poupança determina o volume de investimentos.

Estágio II

Neste estágio, o sistema bancário já demonstrou sua viabilidade e obteve a confiança do público. O número de bancos é menor; e o tamanho médio, maior. A criação de agências disseminadas desenvolveu-se, contribuindo para a dispersão de riscos, reduzindo a perda de depósitos após a expansão dos empréstimos e aumentando a conveniência dos depósitos como meio de pagamento. A consolidação de acordos de compensação encoraja ainda mais a mudança no sentido do uso dos depósitos como meio de pagamento.

A função "meio de pagamento" é crucial. Significa que os depósitos agora representam não apenas poupanças, mas também balanços de transações que financiam o circuito de consumo, movendo-se de um banco para outro, sem abandonar, de forma significativa, o sistema como um todo. É isso que assegura que os depósitos oriundos de empréstimos não são perdidos, em grau expressivo, pelo sistema bancário. Bancos com excesso de reservas são, agora, encorajados a emprestar "dinheiro que não possuem", desencadeando a expansão e a multiplicação do sistema como um todo, que nós hoje consideramos natural.

A cadeia causal pertinente para esse estágio é:

$$\Delta R \rightarrow \Delta L \rightarrow \Delta D.$$

O "multiplicador dos depósitos bancários" é a teoria relevante: o sistema bancário pode agora emprestar um valor que é um múltiplo das reservas, sujeito à manutenção de um nível mínimo de reservas, que é estabelecido convencionalmente ou imposto pelas autoridades. Os depósitos são uma consequência.

$$\Delta D = (1/r) \Delta R.$$

Os bancos, seja por hábito, seja por outro motivo, ainda mantêm uma atitude passiva quanto a buscar novos depósitos criadores de reservas. As reservas ainda chegam ao sistema bancário da mesma forma que antes, como resultado de mudanças nas preferências do público, que deixa de manter saldos em dinheiro e prefere depositá-los em bancos ou, o que é cada vez mais importante à medida que passa o tempo, através do Banco Central, via operações de *open market*.

Deve-se enfatizar que, ao se caracterizarem as reservas como variável autônoma, não estamos negando que, no Estágio II, os bancos também façam uso de mercados financeiros bem desenvolvidos e do Banco Central para suprir necessidades de reservas no caso de erros de avaliação. Isso não invalida a caracterização feita acima de seu

comportamento em circunstâncias normais. A experiência facilita a transição para estágios posteriores.

A importância do fato de os depósitos se tornarem meio de pagamento vai além da redução na perda de depósitos criados pelo aumento nos empréstimos. Já que agora os depósitos são meios de pagamento, eles representam toda a renda, quer destinada ao consumo, quer ao investimento. Torna-se adequado afirmar que o investimento pode preceder a poupança, pois os empréstimos bancários, baseados tanto em fluxos de consumo quanto em poupanças abrigadas nos bancos, desempenham um papel significativo no financiamento dos investimentos.

Os depósitos que resultam desses empréstimos para a construção de instalações e equipamentos são, em uma primeira instância, mantidos — de forma voluntária ou involuntária — como receitas de renda nova (a poupança *ex post* iguala-se ao investimento *ex post*). Depois, quando o aumento da renda é percebido, são, em grande parte, mantidos de forma voluntária, de modo a permitir a circulação do maior valor e volume de bens e serviços.

Estágio III

Neste estágio, desenvolvem-se mecanismos de empréstimo interbancário, suplementando o mecanismo dos empréstimos à vista e contribuindo para um uso eficiente das reservas disponíveis. As possibilidades que se abrem para os bancos individuais cada vez mais se aproximam daquelas que são acessíveis para o sistema como um todo. A cadeia causal do Estágio II ainda é aplicável, e o multiplicador dos depósitos bancários atua de forma ainda mais rápida.

Estágio IV

Este estágio poderia ter sido abordado de forma simultânea com o anterior. O princípio do empréstimo de última instância está agora firmemente estabelecido mesmo para situações muito menos agudas do que aquelas em que Bagehot (1873) recomendava seu uso. Colocando a questão de outra maneira, o Banco Central já aceita totalmente a responsabilidade pela manutenção da estabilidade do sistema bancário.

Na expectativa de que essa política continue a ser seguida, os bancos tornam-se cada vez mais audazes: os empréstimos podem agora se expandir além da capacidade determinada pelas reservas do sistema.⁶ Pode-se, virtualmente, contar com o Banco

⁶ Essa possibilidade não é nova. Foi destacada por Lord Overstone em 1840 (GREGORY; 1964, p.50). No Estágio IV, o que era apenas uma possibilidade se torna algo significativo no comportamento real.

Central como garantia no caso da falta de reservas. Quando se impõe um custo para a suplementação de reservas, ou seja, através do uso de taxas de penalização ou por meio de operações de mercado aberto que resultem em taxas de juros de mercado mais altas, os lucros do banco são afetados. Essa ameaça pode moderar a expansão de seus empréstimos.

Caso tenha sido adotada uma política voltada para a manutenção de taxas de juros estáveis, as reservas praticamente deixam de constituir-se em um fator restritivo do comportamento dos bancos. Os bancos são, agora, capazes de acompanhar qualquer aumento razoável da demanda por empréstimos. Os depósitos aumentarão em consequência disso, e a carência de reservas é suprida pelo sistema. Esse mecanismo tem sido usado na Inglaterra com frequência suficiente para que o Banco da Inglaterra seja referido como "emprestador de primeira instância".

Mesmo no caso de as reservas serem suplementadas a uma taxa de juros mais alta, os bancos poderão ainda expandir os empréstimos além da capacidade das reservas do sistema, mas só o farão de forma deliberada caso esperem que essa expansão seja rentável. Isso depende da relação entre as elasticidades da demanda por crédito e da oferta de reservas. A maior parte dos analistas tem concordado em que, durante os anos 70, quando o Estágio IV estava completando seu desenvolvimento, a demanda por empréstimos era bastante inelástica, enquanto a oferta de reservas era muito elástica, o que se aproxima do caso dos juros fixos.

A seqüência causal apropriada para este estágio é, portanto:

$$\Delta L^d = \Delta L \rightarrow \Delta D \rightarrow \Delta R.$$

onde L^d se refere à demanda por empréstimos e L é o volume efetivo de novos empréstimos. A teoria da criação de depósitos adequada para esse estágio, em que os empréstimos exógenos conduzem o sistema, foi proposta por Coghlan (1978).

No Estágio IV, o sistema bancário está evoluindo para um ponto no qual as reservas se tornam irrelevantes, exceto para transações de balcão. Como Tobin (1963) destacou há muitos anos atrás, os bancos apresentam as propriedades descritas pelo multiplicador dos depósitos bancários apenas quando seu comportamento é condicionado pelas reservas. A chegada ao Estágio IV exigiu a adoção de uma nova teoria de comportamento dos bancos, baseada na rentabilidade marginal da expansão dos empréstimos, dados os custos marginais da obtenção de reservas adicionais. A literatura da década de 70 reflete essa mudança, ao menos no que diz respeito às teorias microeconômicas do comportamento bancário.⁷

Do lado da macroeconomia, embora tenham havido alusões ao movimento no sentido de uma "economia de crédito puro", por exemplo, Hicks (1965, cap. 23), o debate polarizou-se em torno de duas posições: a de que as autoridades monetárias

⁷ Para uma exposição, ver Sinclair (1983, cap.6).

controlam a base de reservas e, portanto, a oferta de moeda — uma abordagem que seria apropriada, no máximo, até o Estágio III —; ou a de que a oferta de moeda é completamente elástica, como afirma, por exemplo, Moore (1979). Se for necessário escolher entre essas posições extremas, a última é a preferível. Todavia, se for correto o argumento de que o comportamento dos bancos individuais convergiu para aquele cuja descrição seria adequada para o sistema como um todo (uma proposição talvez mais sustentável no caso do Reino Unido e da Europa do que no dos Estados Unidos), os resultados da teoria bancária de cunho microeconômico podem ser generalizados para propósitos macroeconômicos.

Estágio V

Neste estágio, os bancos desenvolvem a administração do passivo. Até este estágio, todos os ajustamentos, independentemente da estrutura causal, ocorriam pelo lado dos ativos dos balanços dos bancos. Os depósitos, depois do Estágio I, eram, em grande parte, uma consequência passiva da política de empréstimos dos bancos, sujeita à disponibilidade de reservas. No Estágio V, os bancos passaram a agir no sentido de buscarem atrair, ou reterem como depósitos, poupanças que poderiam ter sido mantidas em outras instituições financeiras, ou como instrumentos financeiros do governo ou das empresas.

A administração do passivo desenvolve-se como parte do aumento geral na concorrência entre instituições financeiras, encorajada pela política de "Controle da Concorrência e do Crédito", de 1971, que estendeu as exigências de reservas para um espectro mais amplo de instituições de tipo bancário. Os bancos não mais eram penalizados por controles aplicados apenas a eles, mas, em troca, concordavam em abandonar sua política cartelizada de taxas de juros nos depósitos e nos empréstimos. Os bancos foram lançados em uma concorrência aberta entre si e com outras instituições financeiras e responderam com uma política de expansão agressiva, possivelmente (embora isso não possa ser provado) ultrapassando o ponto de maximização de lucros, como no "modelo de maximização de vendas". Isso teve como consequência, ao menos de tempos em tempos, a busca ativa de oportunidades de empréstimo, ao invés do mero atendimento de todas as solicitações razoáveis de empréstimos, financiada do lado dos ativos pela oferta de taxas mais elevadas para os depósitos, para atrair recursos.⁸

Na medida em que os depósitos bancários passarem a ser preferidos em relação ao dinheiro ou ao ouro, a mudança no sentido dos depósitos proporcionará reservas e financiará a expansão dos ativos. O custo é uma taxa de remuneração mais alta para os depósitos.

⁸ Ver Llewellyn (1985).

Em 1981, a exigência formal de reservas foi abolida, de forma que se poderia ser tentado a supor que o dinheiro à vista e os depósitos bancários não mais eram importantes. Os bancos, no entanto, ainda deviam estar prontos para honrar as solicitações de retirada de dinheiro, e o Banco da Inglaterra deixou claro que esperava que os bancos o consultassem a respeito dos níveis "adequados" de depósitos dos banqueiros. Esse entendimento presumivelmente foi concebido para evitar uma expansão súbita com base nas reservas existentes. No longo prazo, as reservas poderiam ser reduzidas em comparação com o nível de depósitos.

O nexos causal pertinente, para este estágio de expansão agressiva, é:

$$\Delta L^S = \Delta L \rightarrow \Delta D \rightarrow \Delta R.$$

O Estágio V difere do anterior pela ausência de uma atitude passiva em relação a qualquer dos lados dos balanços dos bancos.

Uma interpretação disso (PIGATO, 1985) é que esse estágio é apenas uma transição para algum tipo de equilíbrio competitivo condicionado. De forma alternativa, esse estágio representaria uma estratégia de maximização de vendas em uma luta por uma parcela dominante do mercado. Essa expansão poderia ainda se restringir, mas, se os bancos forem "vencedores" na luta, o limite torna-se mais amplo — implicando um balanço de equilíbrio maior. Uma terceira interpretação, que me parece a mais adequada, aceita a possibilidade de que não exista uma solução competitiva estável e bem definida. Os mercados financeiros são diferentes dos mercados de bens: a demanda por empréstimos é finita apenas na ausência de "riscos morais", e não há garantia da ausência de riscos, especialmente quando se trata com empresas e governos, cuja extensão de vida é indefinida. A oferta de empréstimos também é um conceito problemático, na medida em que depende da avaliação dos riscos por parte do emprestador, e essa avaliação, não importa quão cuidadosa, está sujeita a um grande número de fontes de erro (incluindo a estimativa do "risco moral"). A atuação dos bancos em empréstimos ao Terceiro Mundo mostra, de forma bastante clara, que o nível de risco aceitável para os bancos aumentou consideravelmente durante os anos 70.⁹ A ascensão e a queda dos bancos secundários em razão de uma "bolha" especulativa constituem outro exemplo adequado desse fato.

O que esses episódios evidenciam é a impossibilidade de definir os conceitos de oferta e demanda por empréstimos na ausência de uma restrição exógena firme, como, por exemplo, o racionamento de reservas. Se a oferta e a demanda não são claramente definidas, uma solução competitiva torna-se problemática.

⁹ O contra-argumento de que os bancos pensaram que esses débitos eram seguros, porque esperavam que instituições prestadoras de última instância os subscrevessem, reforça o argumento inicial, ao invés de destruí-lo. Não era o próprio empréstimo que os bancos consideravam seguro, nem alguma garantia colateral "real", mas o apoio financeiro indireto.

Uma implicação adicional da pronta disponibilidade de emprestadores de última instância (mesmo para certos empréstimos nos euromercados) é que a liquidez é considerada assegurada. Observe-se que a discussão sobre a regulamentação dos bancos se deslocou das questões de liquidez (e controle através de pressões ou restrições sobre a liquidez) para a questão da adequação da disponibilidade de capital. Como mostrou de forma clara a crise dos empréstimos aos países do Terceiro Mundo, a solvência, e não a liquidez, é agora a questão central.

Implicações para a poupança e para o investimento

A poupança e o investimento representam fontes potenciais de perturbação do equilíbrio estável, disso decorrendo seu interesse para a macroeconomia. Em economias em grande parte não financeiras, ou em economias financeiras dominadas por empréstimos diretos "de fato" (incluindo o Estágio I do desenvolvimento bancário), a poupança precisava ocorrer antes do investimento: o investimento seria frustrado por falta de poupança. Com a chegada ao Estágio II, o investimento podia preceder a poupança: a poupança equivalente, em primeira instância, seria constituída pelos novos depósitos bancários oriundos da expansão dos empréstimos. A evolução subsequente do sistema não alterou esse processo, apenas o intensificou.

Há um problema quanto a como descrever essa poupança inicial, pois, embora ela não seja deliberada, ela é bastante voluntária. Um keynesiano tradicional diria que o consumo não se havia ajustado ao novo nível de renda e que a diferença havia sido mantida na forma de depósitos bancários. Milton Friedman provavelmente diria que havia um excesso de oferta de moeda. James Tobin apelaria para um desequilíbrio de carteira. Os novos depósitos também corresponderiam à "aquisição líquida de dinheiro pela troca" de Hicks (1939), já que os depósitos representam pagamentos por qualquer coisa em que eles tenham sido usados para adquirir. Há afinidades, também, com a abordagem dos "estoques reguladores".

Seja qual for a descrição desses recursos iniciais, duas características ficam claras. Em primeiro lugar, embora os depósitos sejam mantidos voluntariamente, não há uma real decisão de poupar. Os depósitos representam uma aceitação passiva (e grata) de meios de pagamento por trabalhadores e comerciantes. Parte deles será, certamente, usada para consumo; e parte, poupada, seja como depósitos, seja em outra forma. Se forem usados para comprar títulos, por exemplo, os depósitos continuarão nos bancos, embora sua titularidade seja transferida dos compradores para os vendedores dos títulos. Se usados para consumo, os depósitos também continuarão nos bancos.

Em segundo lugar, o ponto em que quero insistir é que, enquanto os indivíduos aceitam com alegria os direitos sobre os depósitos — afinal de contas, a aceitabilidade é uma característica fundamental dos meios de pagamento —, ninguém, na verdade, pergunta àqueles que subsequentemente detêm depósitos maiores se concordam com o crescimento dos balanços dos bancos, incluindo os débitos devidos a depósitos. Nesse sentido macroeconômico, embora não para o indivíduo, a poupança é involuntária

(KEYNES, 1936, p.81-85). A partir do Estágio II, os poupadores deixam de ter influência sobre o volume dos negócios bancários ou sobre o volume de depósitos. Os tomadores poderão pagar os empréstimos bancários a partir de renda recém-gerada.¹⁰ Em geral, ao se chegar ao Estágio II, a maior parte dos fluxos de renda circula através dos bancos, sem sair de dentro deles.

Nenhuma característica dos estágios seguintes de desenvolvimento do sistema bancário altera a prioridade causal do investimento sobre a poupança. A mudança causada pela administração do passivo é essencialmente de cronologia: o depósito "acidental" pode ser mais rapidamente persuadido a retornar aos bancos, ou mesmo convencido a permanecer. O resultado é um aumento na capacidade dos bancos para conceder empréstimos.

A ausência de qualquer controle significativo sobre os bancos através da razão moeda/depósitos ou da proporção de reservas significa, como foi apontado anteriormente, que se está chegando a uma "economia de crédito pura", quando a moeda que é criada pelos bancos continua sempre a circular dentro do sistema bancário. ("Chegando", sem ter "chegado", porque mudanças nas carteiras, de depósitos para moeda ou para títulos do governo, podem ainda afetar a capacidade dos bancos para conceder empréstimos.) No entanto a teoria macroeconômica tradicional trabalha em termos de uma oferta exógena de moeda, na suposição de que as autoridades podem exercer, e de fato exercem, um grau de controle suficiente para dominar a política dos bancos. Essa suposição pode ter sido adequada no Estágio I e (mais duvidosamente) no Estágio II. Com certeza não mais se aplica ao momento presente: a teoria da oferta de moeda deve ser uma teoria da política dos bancos, com as autoridades atuando — se atuarem — através das taxas de juros.¹¹

Embora a evolução do sistema bancário não afete a teoria da poupança e deixe inalterada a prioridade do investimento, suscita uma diferença em relação à teoria tradicional pelo lado do investimento. Na teoria keynesiana, o investimento originava a poupança através da geração de renda: a iniciativa vinha dos empresários e dependia de suas expectativas quanto ao potencial de lucros no longo prazo. Se suas expectativas estivessem corretas, os investimentos feitos seriam suficientemente rentáveis para pagar os emprésti-

¹⁰ Kaldor e Trevithick (1981) argumentam que uma oferta de moeda baseada no crédito nunca pode superar os valores que as pessoas desejam manter porque um excesso de oferta irá resultar em repagamento. No entanto o dinheiro poderá não cair, em primeira instância, nas mãos daqueles que têm saldos negativos. Ele pode ser gasto e elevar os preços, após o que poderá ser mantido voluntariamente, ou a despesa pode elevar os lucros, que serão usados seja para financiar expectativas, ou para saldar débitos bancários. Esta última é apenas uma das possibilidades.

¹¹ Na teoria de Wicksell (1936), a economia de crédito puro mostra um processo cumulativo de expansão (contração), quando a "taxa monetária de juros" (taxa de empréstimo dos bancos) cai abaixo (ultrapassa) da "taxa natural de juros", que é a taxa natural de retorno sobre o capital produtivo. Já foi reconhecido há muito tempo que essa "taxa natural" é, para colocar a questão de forma generosa, um conceito difícil de precisar: tanto o capital quanto o produto que ele ajuda a criar são impossíveis de serem medidos de forma agregada, exceto em termos monetários, e o significado dessa medida é particularmente problemático em períodos de inflação.

mos tomados para financiá-los: essa é a essência do ato de investir até o ponto em que a eficiência marginal (esperada) do capital investido iguala-se à taxa de juros.

Apesar da ênfase de Keynes na imprecisão e na instabilidade das expectativas, essa história tem um aspecto confortante: o potencial para pagar depende da produção real, e o resultado benéfico de longo prazo é a maior capacidade produtiva. Mas, mesmo no tempo de Keynes, nem todos os empréstimos costumavam ter esse efeito: sempre houve empréstimos para o consumo, que não representam adições diretas ao potencial produtivo (embora possam subsequenteemente estimular o investimento), bem como empréstimos para especulação financeira e imobiliária.¹²

No Estágio V, o equilíbrio da iniciativa no sentido de expandir os empréstimos pendeu para o lado dos bancos, em um período (os anos 70) em que o investimento não era abundante. Ninguém nunca sabe exatamente em que são gastos os empréstimos bancários, mas todos sabemos de empréstimos cuja relação com qualquer tipo de produção tangível — se existir — é extremamente remota. A ideologia (e a prática?) dos empréstimos liquidados exclusivamente com o resultado da operação a que se destinavam ficou longe no passado.

Está na moda considerar como algo positivo qualquer aumento na concorrência, bem como qualquer remoção de restrições, mas não há garantia quanto à conveniência social, ou mesmo quanto à conveniência econômica, no longo prazo, de algumas das atividades características dos Estágios IV e V do desenvolvimento do sistema bancário. A afirmação de que o investimento gera a poupança necessária para seu financiamento parece positiva e progressista. É bem menos atrativo do que isso dizer que a especulação com ativos na City (como em 1972) gera a poupança necessária para financiá-la. Mas se considerarmos os depósitos gerados pelos empréstimos como poupança, foi isso mesmo o que aconteceu nessa época, até que a "bolha" explodiu.

Preferência pela liquidez

Essa discussão relaciona-se com a questão da demanda especulativa por moeda, que, na teoria tradicional, pertence a uma província separada da relação poupança/investimento. É provavelmente na área da preferência pela liquidez que os efeitos da transição para o Estágio V podem ser percebidos com maior clareza.

A teoria tradicional da preferência pela liquidez foi confundida pela transmutação da teoria da demanda especulativa de Keynes em uma teoria quase antitética de demanda de ativos, baseada em uma escolha estática de composição de carteira.¹³ Embora inicialmente essa teoria de demanda de ativos tenha surgido de um entendimento equivocado da teoria

¹² Empréstimos para o mercado de ações, com margens muito baixas, prevaleciam nos Estados Unidos antes da quebra da Bolsa em 1929. Esse tipo de empréstimo foi, posteriormente, regulamentado.

¹³ Para uma análise da diferença entre as duas teorias, ver Chick (1983, p.202-208, 213-217).

de Keynes, a postura competitiva dos bancos pode, ironicamente, ter-lhe dado uma relevância que ela não possuía à época de seu desenvolvimento.

A teoria da demanda especulativa de Keynes explica a manutenção de moeda (ativos de curto prazo, inclusive depósitos bancários) por motivo especulativo como uma fuga dos ativos de longo prazo quando as taxas de remuneração desses ativos caem a um nível tão baixo que o seu possuidor acredita que o risco de perda de capital é maior que a remuneração mais alta oferecida por eles. No agregado, a taxas suficientemente baixas, mesmo aqueles que normalmente não especulam se juntariam aos especuladores. Essa teoria pressupõe a normalidade de uma curva de retornos crescentes baseada em uma "**reversibilidade normal**". De fato, durante a década de 30, essa curva elevou-se de forma muito abrupta, na medida em que os bancos ofereciam taxas realmente muito baixas sobre os depósitos. Como bancos do Estágio II, eles aceitavam depósitos de forma passiva, não competindo entre si para captá-los. Em consequência, os depósitos seriam aceitáveis para os possuidores de títulos apenas quando eles estavam buscando um refúgio seguro contra possíveis perdas de capital, e apenas pelo prazo decorrido entre a formação das expectativas de perdas e a efetiva queda nos preços dos títulos, após o que, os recursos seriam novamente investidos em títulos.

O afluxo de fundos para os bancos ocorreria quando o nível médio das taxas fosse baixo — um período de expectativas pessimistas, com poucas intenções de investimento. Em consequência, esse afluxo de recursos não proporcionava uma base para a expansão do crédito e não contribuía para financiar o investimento, de forma direta ou indireta. A taxa dos empréstimos era mantida alta pela fuga dos títulos de longo prazo e desencorajava os planos de investimento. Essa teoria apresenta um viés em favor da deflação.

A ruptura do cartel dos bancos, no Estágio III, e — ainda mais — o desenvolvimento da administração do passivo mudaram tudo isso. Os bancos mostraram sua capacidade para competir por depósitos, com um amplo espectro de taxas de juros. Em consequência, ao menos de tempos em tempos, as aplicações bancárias que pagam juros se tornam uma alternativa séria em relação aos títulos do governo, como investimento de longo prazo. Os depósitos tornaram-se atrativos não apenas como uma forma de evitar perdas de capital, mas por sua remuneração. Existe agora uma razão legítima para manter moeda como um ativo, na linha da teoria da carteira de investimentos, de risco e retorno, ao invés de apenas como um refúgio de curto prazo contra perdas de capital.

Quando os depósitos se tornam alternativas competitivas em relação aos títulos, no mínimo eles reduzem o "coeficiente de perdas" associado aos empréstimos, por encorajarem um retorno, ou por prevenirem a fuga, dos depósitos induzidos por empréstimos. Quando suplantam os títulos do governo, eles geram reservas e equilibram o balanço dos bancos. O resultado, para os bancos, é uma capacidade de emprestar grandemente aumentada.

A teoria da preferência pela liquidez de Keynes era assimétrica em seus efeitos: manter títulos como investimentos de longo prazo — e mesmo por motivo especulativo — era a norma. Isso ocorria porque a remuneração dos depósitos e de outros ativos de curto prazo era simplesmente baixa demais para que eles se tornassem atraentes, exceto quando o temor de perdas de capital predominava. A especulação podia, então, impedir a queda da taxa de juros exatamente quando se faziam necessários maiores investimentos para restaurar o nível de emprego. Se o argumento aqui apresentado estiver correto, essa assimetria

deveria ser substituída por uma preocupação simétrica com o potencial inflacionário de um sistema bancário sobre o qual parecem haver poucos controles.

Há simetrias tanto do lado do ativo quanto do lado do passivo dos balanços dos bancos: a administração do passivo pode ser usada para obter fundos tanto na expansão quanto na depressão, e a nova atitude agressiva em relação aos empréstimos pode também manifestar-se em qualquer fase do ciclo. Na análise de Keynes, a demanda por empréstimos tende a definir em uma recessão. Os bancos mostraram que, se quiserem emprestar, descobrirão como fazê-lo mesmo em uma recessão. A questão, discutida antes, é **para que** eles irão emprestar. Muito crédito novo em muito pouco tempo tende a ser inflacionário. O mesmo ocorre com empréstimos para despesas "improdutivas".

A atividade agressiva dos bancos como criadores de crédito pode contribuir para a inflação. Deve ser ainda notado que a inflação pode contribuir para aumentar a capacidade dos bancos para conceder empréstimos. A "**reversibilidade**" deixa de ser normal com a inflação, ainda mais se as taxas nominais sobem para refletir o aumento no nível de preços.¹⁴ No final dos anos 70, os tomadores fugiram do mercado de débitos de longo prazo, reduzindo as taxas de retorno nele vigentes e encorajando os empréstimos bancários. Os bancos responderam competindo por depósitos, contra os títulos de longo prazo, nas carteiras dos aplicadores — e, uma vez que os balanços dos bancos se expandem, eles devem continuar a competir, independentemente de o nível geral das taxas estar baixo ou alto (seja como for que isso possa ser avaliado durante uma inflação).

Finalmente, deve-se destacar que a principal área de aplicação do modelo de demanda especulativa é, indubitavelmente, nesses dias de taxas flutuantes, a dos mercados de câmbio. A conclusão keynesiana de que a raiz do desemprego era uma taxa de juros que não caía o suficiente pode ser substituída pela afirmação, fácil de apoiar teoricamente e bem conhecida da experiência recente, de que a especulação pode causar tanto a sobrevalorização da taxa de câmbio, com a resultante perda de competitividade, quanto uma subvalorização que exacerba a inflação. E a excepcional liberdade de que dispõe o sistema bancário do Estágio V para expandir o crédito em quase quaisquer circunstâncias é um elemento importante na explicação de por que a inflação pode persistir mesmo em períodos de elevado desemprego.

Conclusão

Este artigo defende uma mudança no panorama teórico, em dois aspectos, como consequência do desenvolvimento de estratégias de "maximização de vendas" e da "administração do passivo" por parte dos bancos. Em primeiro lugar, como as mudanças no comportamento bancário descritas acima não alteraram, mas, sim, intensificaram, a

¹⁴ Ocorre freqüentemente uma substancial defasagem no ajustamento das taxas nominais a mudanças — para cima ou para baixo — na taxa de inflação.

posição subordinada da poupança, a despesa autônoma que domina o ato de poupar pode compreender menos investimento do que antes. Isso aumenta a probabilidade de que uma expansão financeira e monetária possa não ser apoiada por uma capacidade "real" de pagar os empréstimos. Isso constitui uma fonte de pressão inflacionária não incluída na atual teoria macroeconômica.

Em segundo lugar, o viés deflacionário previsto na teoria macroeconômica tradicional, oriundo de uma preferência pela liquidez a baixas taxas de juros, foi alterado pela administração do passivo. Os bancos aprenderam a se tornar atraentes para os investidores não apenas na recessão, mas também em tempos melhores, a qualquer nível geral de taxas de juros. Isso aumentou grandemente sua capacidade para emprestar em todas as fases do ciclo econômico, gerando um viés inflacionário consistente no sistema econômico. Existem, também, sem dúvida, forças inflacionárias "reais", mas seria equívocado ignorar a existência simultânea de causas financeiras.

Bibliografia

- BAGEHOT, W. (1915). **Lombard Street: a description of the money market.** 14.ed. London: J. Murray. (1.ed. 1873)
- CHICK, V. (1983) **Macroeconomics after Keynes: a reconsideration of the general theory.** Oxford: Philip Allan, Deddington.
- CHICK, V. (1984). Monetary increases and their consequences. In: INGHAM, A., ULPH, A. M., ed. **Demand, equilibrium and trade.** MacMillan.
- COGHLAN, R. (1978). A new of money. **Lloyds Bank Review**, n.129, Jul., p.12-27.
- DOW, S. C. (1984). Methodology and the analysis of a monetary economy. **Economies et Sociétés.** Cahiers de L'ISMEA. (Série Monnaie et production, n.1).
- FISHER, I. (1930). **The theory do interest.** MacMillan.
- GREGORY, T. E. (1964). **Statutes, documents and reports relating to British Banking.** London: Reimpr. by Frank Cass. (Editado 1929)
- HICKS, J. R. (1939). **Value and capital.** New York: Oxford University.
- HICKS, J. R. (1965). **Capital and growth.** New York: Oxford University.
- HICKS, J. R. (1967). Monetary theory and history - an attempt at perspective. In: **CRITICAL essays in monetary theory.** New York: Oxford University.
- HICKS, J. R. (1967a). The two triads: lecture I. In: **CRITICAL essays in monetary theory.** New York: Oxford University.
- KALDOR, N., TREVITHICK, J. A. (1981). A Keynesian perspective on money. **Lloyds Bank Review**, Jan.

- KEYNES, J. M. (1936). **The general theory of employment, interest and money.** MacMillan.
- KEYNES, J. M. (1930). **A treatise on money.** MacMillan.
- LAVOIE, M. (1982). Les post-keynésiens et la monnaie endogène. **L'Actualité Economique.** Jan./Jun.
- LLEWELLYN, D. T. (1985). **The evolution of the british financial system.** London: The Institute of Bankers/Gilbart Lectures on Banking.
- MOORE, B. (1979). The endogenous money stock. **Journal of Post-Keynesian Economics**, n.2, Fall, p.49-70.
- PIGATO, M. A. (1985). **Monetary policy in the context of Banks practising liability management.** London: University of London. (Thesis de PhD)
- SCHUMPETER, J. A. (1959). **History of economic analysis.** New York: Oxford University. (Editor E. B. Schumpeter)
- SINCLAIR, P. J. N. (1983). **The foundations of macroeconomics and monetary theory.** New York: Oxford University.
- TOBIN, J. (1963). Commercial banks as creators of money. In: CARSON, D., ed. **Banking and monetary studies.** Homewood, Ill.: R. D. Unwin.
- WICKSELL, K. (1936). **Interest and prices.** MacMillan. (Translated by M. F. Kahn, 1. publ. 1898)

Abstract

This paper studies the macroeconomic effects of the adoption of techniques of liability management by the banking system. It is based on a periodization of the stages of development of the british banking system devised by the author.