



27 DE OUTUBRO DE 2022

As instituições financeiras e o Prêmio Nobel de Economia de 2022

Por Giácomo Balbinotto Neto, professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais da UFRGS

O capitalismo, ou mais exatamente, o sistema de livre mercado, é a forma mais eficaz de organizar a produção e distribuição que os seres humanos encontraram. Embora os livres mercados, especialmente os livres mercados financeiros, engordem a carteira das pessoas, não conseguiram, surpreendentemente, conquistar seus corações e mentes. Os mercados financeiros são um dos mais criticados e menos entendidos elementos do sistema capitalista.

... mercados financeiros sadios e concorrenciais são uma ferramenta extraordinariamente eficaz para difundir oportunidades e combater a pobreza. Dado seu papel no financiamento de novas ideias, os mercados financeiros mantêm vivo o processo de “destruição” criadora que contesta velhas ideias e organizações e as substitui por outras, novas e melhores. Sem mercados financeiros vibrantes, inovadores, a economia inevitavelmente se petrificaria e declinaria – Rajan & Zingales (2004)

A percepção da importância da intermediação financeira para o crescimento econômico é bastante antiga na economia, remontando a trabalhos clássicos na economia devidos a Bagehot (1873); Schumpeter (1911); John Hicks (1969) e Gurley e Shaw (1956, 1960). Contudo, como destacam Rajan e Zingales na passagem acima, é pouco conhecida. O Prêmio Nobel deste ano veio destacar este ponto e mostrar a importância e a relevância das instituições financeiras para a economia. É disto que este artigo irá tratar.

Os intermediários financeiros podem ser definidos como instituições que procuram servir as necessidades tanto dos poupadores (emprestadores) quanto dos tomadores de empréstimos (investidores). Além disso, eles proporcionam uma variedade de serviços específicos os quais os poupadores e os investidores valorizam separadamente. O setor bancário especificamente consiste em todas as corporações de um país engajadas na intermediação financeira numa dada economia.

A intermediação financeira é considerada uma atividade produtiva na qual os bancos e outras instituições financeiras obtêm fundos com o propósito de canalizar os mesmos para outras unidades econômicas (famílias, empresas, governos, entidades não governamentais etc.) através de empréstimos, realizando, assim, uma realocação dos recursos na economia, tanto contemporaneamente como intertemporalmente. À medida em que se estabelecem condições para a intermediação financeira, os agentes econômicos superavitários, cujos rendimentos correntes sejam superiores aos seus gastos totais, poderão canalizar suas disponibilidades de caixa aos agentes econômicos deficitários, cujos gastos totais em consumo e investimento são superiores as disponibilidades imediatas. Este sistema de canalização de recursos dos agentes superavitários para os agentes deficitários estimulará ainda mais as atividades econômicas, pois gera condições para a expansão da demanda agregada, na forma de mais consumo e investimento.

As pessoas que poupam não são a mesmas que investem. Para que a poupança de uns se transforme em investimento de outros se deve produzir um encontro e um acordo das partes sobre os termos das trocas, o qual envolve elevados custos de transação, monitoração e informação. Devido às especificidades do sistema financeiro, ele é capaz de obter economias de escala na operação de financiamento e na redução dos problemas de assimetria de informação (ou seja, quando uma das partes do contrato possui mais informação do que a outra). Isto torna o processo de financiamento mais eficiente, elevando o nível de investimento e de crescimento da economia.

Os bancos (enquanto instituições depositárias) desempenham um importante papel na canalização de recursos para os tomadores de empréstimos com oportunidades de investimento produtivos. Eles são importantes, também, na medida em que asseguram que o sistema financeiro e a economia funcionem bem e de modo eficiente. Os bancos reduzem os custos de transação ao prestarem serviços de liquidez, compartilhamento de risco e informação. No que diz respeito especificamente à liquidez, temos que os intermediários financeiros podem facilitar a forma como os ativos podem ser transformados em moeda. Além disso, como intermediários financeiros, eles reduzem a assimetria de informação existente entre as partes. Os intermediários financeiros, na medida em que coletam e usam as informações dos poupadores e tomadores de empréstimos, ajudam a determinar os preços das ações, títulos e outros ativos financeiros, o que pode ajudar os agentes econômicos em suas decisões de poupar e investir e assim melhorar a alocação da poupança numa economia. A incorporação de toda a informação disponível nos preços dos ativos constitui-se numa importante característica de um funcionamento de um mercado financeiro.

Neste ano, o prêmio Nobel de Economia foi concedido a três destacados economistas que trataram desta importante questão – a intermediação financeira. Eles, com seus artigos e pesquisas, iniciadas principalmente no início dos anos 1980, nos ajudaram a entender a importância dos bancos numa economia de mercado e, de modo particular, qual a sua relevância durante as crises financeiras (especialmente a de 1929 e a recente de 2007-2009). Douglas Diamond, professor de Economia da Universidade de Chicago dividiu o prêmio com Ben Bernanke da *Brookings Institution* e Philip Dybvig da Universidade de Washington em St. Louis. Neste artigo, vamos nos concentrar principalmente no trabalho de Douglas Diamond e especialmente naquele que trata da questão da intermediação financeira.

Os trabalhos do professor Diamond mudaram a forma como as pessoas veem os bancos e estabeleceu novas bases para como banqueiros centrais, reguladores, formuladores de políticas econômicas, principalmente referentes ao sistema financeiro, e acadêmicos abordam as finanças modernas. O professor Diamond fez contribuições significativas para o campo da economia e para compreensão do importante papel das instituições financeiras para a Economia. Ele é conhecido por sua pesquisa sobre intermediários financeiros, crises financeiras e liquidez. Sua agenda de pesquisa nos últimos 40 anos tem se concentrado em explicar o que os bancos fazem, porque eles fazem isso (empréstimos) e as consequências desses arranjos institucionais para a economia.

No artigo “Intermediação Financeira e Monitoramento Delegado”, que se constituiu num artigo baseado em sua dissertação de doutorado defendida na Universidade de Yale, e publicado em 1984, ele mostra como certos ativos bancários especiais (especiais porque monitoravam informações especiais sobre mutuários de negócios, ou seja, buscam lidar com os problemas de assimetria de informação pós contratual – problemas de risco moral) os forçaram a se financiar com passivos de dívida (depósitos) em vez de patrimônio e também levam os bancos a diversificar seus empréstimos. Um pouco mais tarde, ele e Philip H. Dybvig desenvolveram o agora chamado modelo Diamond-Dybvig, “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, publicado em 1983. O modelo Diamond-Dybvig (1983) mostra como os bancos se especializam em criar passivos líquidos (depósitos) para financiar ativos ilíquidos (como empréstimos empresariais) podem ser instáveis e dar origem a corridas bancárias (*bank runs*). Isso destaca o fato de que, como os passivos especiais dos bancos, combinados com ativos ilíquidos, explicam o papel dos bancos na economia, por que eles podem gerar uma significativa instabilidade na economia e por que eles necessitariam de uma rede de segurança do governo (como o seguro de depósitos) mais do que outros mutuários.

Por que os investidores primeiro emprestam aos bancos que depois emprestam aos tomadores de empréstimos [*borrowers*], ao invés de emprestar diretamente? Qual é a tecnologia financeira que permite aos bancos servirem como intermediários financeiros? Estas são as principais questões que Diamond (1984) formulou em seu clássico artigo – *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*. Para Diamond (1984) os intermediários financeiros são agentes, ou grupos de agentes, que são delegados pelos correntistas para monitorar os investimentos em ativos financeiros. Os intermediários financeiros emitem títulos a fim de comprar outros títulos. Os custos de monitoramento e de fazer cumprir os contratos de dívida emitidos diretamente pelo investidor é a razão pela qual o levantamento de fundos através de um intermediário financeiro pode ser superior a outras formas alternativas de empréstimo. Estes custos foram definidos por Bernanke (1983) como sendo os custos pelos quais são canalizados os fundos dos poupadores/emprestadores para os “bons tomadores de empréstimos”, sendo que tais custos referem-se aos custos de filtragem (*screening*), monitoramento, contábeis, bem como as perdas esperadas infligidas pelos “maus tomadores de empréstimos”. Os bancos, assim, buscam operar com procedimentos que minimizem estes custos desenvolvendo uma *expertise* com relação a avaliação dos potenciais tomadores de empréstimos, estabelecendo relações de longo prazo com os consumidores e oferecendo condições de financiamento que encorajem os potenciais tomadores de empréstimos e investidores a se auto selecionarem.

A ideia básica por trás da delegação monitorada (*delegated monitoring*) é que os poupadores não teriam tempo, inclinação ou *expertise* para monitorar os tomadores de empréstimos dado o risco de não pagamento dos empréstimos. Assim, eles se engajam num financiamento indireto (usando um intermediário financeiro – os bancos) ao invés de concederem um

empréstimo direto aos tomadores de empréstimo. Além disso, temos que o monitoramento dos tomadores de empréstimos pelos bancos envolvem retornos crescentes de escala, os quais reforçam a visão de que ela é mais eficientemente desempenhada por especialistas intermediários do que por outras instituições. Segundo Diamond (1986)- *os intermediários financeiros são agentes, ou grupos de agentes, a qual são delegadas a autoridade para investir em ativos financeiros. Em particular, eles emitem títulos para comprar outros títulos. Um primeiro passo na compreensão dos intermediários é descrever as características dos mercados financeiros onde desempenham um papel importante e destacar o que lhes permite fornecer serviços benéficos. É importante entender os contratos financeiros escritos por intermediários, como os contratos diferem daqueles que não envolvem um intermediário, e por que estes são contratos financeiros ideais.*

Diamond (1984), em outras palavras, desenvolveu uma teoria da intermediação financeira que está baseada no pressuposto que os agentes econômicos buscam minimizar os custos de produção de informação para resolver problemas de incentivo que ocorrem devidos aos problemas de risco moral (*moral hazard*) – que são problemas pós-contratuais devido a existência de assimetria de informação. Ele considera e leva em conta os custos de prover incentivos para uma monitoração delegada por um intermediário financeiro. Assim, para Diamond (1984) a principal característica dos bancos é a de agir como um monitor delegado dos tomadores de empréstimos, em nome dos emprestadores (depositantes), na presença de custos de monitoração não desprezíveis. Deste modo, os bancos geram um benefício social líquido para a sociedade, explorando as economias de escala no processamento de informações que envolvem a monitoração e o *enforcement* dos contratos com os tomadores de empréstimos.

Os bancos reduzem os chamados custos de delegação através de uma adequada e ampla diversificação de seu *portfólio* de empréstimos. Segundo ele, a diversificação do portfólio da carteira de empréstimos numa instituição financeira é uma tecnologia de engenharia financeira que facilita a transformação bancária dos empréstimos que necessitam de um monitoramento e *enforcement* (fazer cumprir) dispendioso que envolve o cumprimento de contratos bancários.

O modelo de intermediação financeira de Diamond (1984) é um modelo baseado no conceito de de assimetria de informação *ex-post* (*moral hazard*) entre emprestadores potenciais e um empresário neutro ao risco que necessita obter capital para projetos arriscados. Neste contexto, os contratos de dívida são vistos com contratos ótimos entre os empresários e os emprestadores.

O modelo de Diamond (1984) foca-se num intermediário financeiro que obtém fundos de vários emprestadores (depositantes), e que promete a eles obter um dado padrão de retornos, ele também empresta aos empresários e aloca recursos no monitoramento e no cumprimento dos contratos os quais são menos custosos do que aqueles sem monitoramento. Assim, os bancos monitorariam as informações dos empresários tomadores de empréstimo, e receberiam pagamentos deles as quais não são observadas pelos depositantes. Na realidade, Diamond (1984), estava lidando com um dos principais problemas enfrentados por um poupador líquido, ao aplicar diretamente nos instrumentos financeiros emitidos por uma empresa, que é o alto custo de coleta de informações e seu monitoramento.

Os poupadores individuais são obrigados a monitorar as atividades das empresas de maneira oportuna e completa, após adquirir seus títulos. Se não o fizerem, eles ficam sujeitos aos custos de agência (*agency costs*), ou seja, o risco de que os proprietários ou administradores da empresa usem o dinheiro do poupador de maneira contrária às promessas contidas na cláusula contratual de emissão dos títulos. A solução para estes problemas de agência envolveria a aplicação de fundos de um grande número de pequenos depositantes (poupadores) numa única instituição financeira – um banco. Essa instituição financeira, agora, agrupa esses fundos e investe nos instrumentos financeiros diretos ou primários emitidos por empresas.

A instituição financeira de grande porte passa, então, a ter um maior incentivo para coletar informações e monitorar as atividades das empresas, porque tem muito mais a perder do que qualquer investidor individual. Isto reduz significativamente o problema do carona (*free rider*) que ocorre quando cada investidor individual deixa aos outros a tarefa de coletar informações e monitorar as atividades das empresas. Assim, as empresas atribuiriam aos intermediários financeiros o papel de fiscal delegado para atuar em seu nome. Com isto os intermediários financeiros passam a ter maiores incentivos para coletar informações além de terem um custo médio da coleta de informações menor e uma maior *expertise* ao longo do tempo. Além dos maiores incentivos para o monitoramento da redução dos custos decorrentes do monitoramento os bancos podem vir a desenvolver novos tipos de títulos para o mercado secundário que lhes permitam um monitoramento mais eficaz. Assim, seriam gerados uma gama mais ampla de contratos que iria melhorar a capacidade de monitoramento dos intermediários financeiros.

Quando os contratos de empréstimos bancários são de curto prazo, o banco transforma-se praticamente num *insider* em relação a empresa. Assim, ele passa a exercer a função de monitoramento com maior frequência e elimina a necessidade de condições relativamente inflexíveis e de cumprimento complicado encontradas nos contratos de emissão de obrigações. Portanto, agindo como um monitor delegado e produzindo uma informação mais abundante, confiável e pertinente sobre os tomadores de empréstimos, os bancos podem reduzir significativamente o grau de imperfeição referentes assimetrias de informação entre as fontes e os usuários finais de fundos da economia. Como consequência, temos que os poupadores e tomadores de empréstimos recebem benefícios da informação gerada pelos bancos quando analisam os retornos dos ativos financeiros, pois na medida em que eles são informados, isto irá afetar os retornos e os preços dos ativos, contribuindo para uma melhor alocação dos recursos financeiros na economia. A incorporação da informação disponível no retorno de um ativo é a característica que distingue o bom funcionamento de um mercado financeiro (teoria dos mercados eficientes).

A medida em que o número de títulos na carteira de ativos de uma instituição financeira aumenta, o risco da carteira diminui (embora num ritmo decrescente). Essa diversificação de risco permite a uma instituição financeira prever com maior precisão o retorno esperado de sua carteira.

Uma instituição financeira diversificada pode ser capaz de gerar um retorno livre de risco em seus ativos e assim adquire a capacidade, com credibilidade, de cumprir sua promessa de oferecimento de instrumentos de alta liquidez e risco reduzido aos depositantes. Isto amplia o papel dos bancos na economia e gera maiores empréstimos e financiamentos para a realização de investimentos de curto, médio e longo prazos. Portanto, se um intermediário financeiro for grande o suficiente para obter ganhos com o processo de diversificação e monitoramento, seus instrumentos financeiros tenderão a ser encarados como líquidos e atraentes pelos pequenos poupadores, em comparação com os investimentos diretos no mercado de capitais.

Deste modo, vemos que a delegação monitorada reduz os custos de transação na intermediação financeira, pois muitos dos custos de uma transação financeira são indivisíveis. Quando muitos poupadores emprestam a uma única instituição financeira, e delegam o poder de conceder empréstimos, ele pode fazer o empréstimo por todos eles, aos invés de cada um deles fazer o mesmo trabalho independentemente. Além disso a delegação monitorada permite a especialização que é uma das chaves para o aumento da produtividade da economia. Um indivíduo pode emprestar somente ocasionalmente, e fazendo isto, adquire pouca experiência. Contudo, as instituições financeiras, representando muito emprestadores e emprestado frequentemente, adquirem experiência e *know-how* com relação aos empréstimos. Outro ponto importante é que as instituições financeiras estariam numa posição de barganha mais forte, pois a capacidade de empréstimo está concentrada em suas mãos e elas podem negociar melhores termos para os empréstimos e obter melhores garantias (colaterais) do que um único e pequeno poupador. Por fim, é mais provável que o tomador de empréstimos revele as informações importantes e estratégicas sobre seus negócios e investimentos a uma única instituição financeira do que a vários pequenos emprestadores.

O problema de seleção adversa para os bancos implica que eles devem separar os créditos bons dos ruins antes de conceder o empréstimo. Se um banco concentra seus empréstimos a firmas de um determinado setor, o banco acumula conhecimento sobre esses setores e, portanto, estaria mais capacitado para prever quais as firmas que poderão fazer pagamentos seus débitos em tempo hábil.

O monitoramento das atividades dos tomadores de empréstimos para verificar e impor o cumprimento das cláusulas restritivas faz com que os emprestadores se certifiquem de que eles não estão se arriscando à suas custas. A necessidade de os bancos e outras instituições financeiras se engajarem em filtragem e monitoramento explica por que se gasta tanto dinheiro em auditoria e atividades de coleta de informações. Uma outra forma de os bancos e outras instituições financeiras obterem informações sobre seus tomadores de empréstimos é através de relações de longo prazo com seus clientes. Este é um princípio importante da administração de crédito. As relações de longo prazo beneficiam tanto os clientes quanto ao banco. Uma firma ou cliente que tenha um relacionamento prévio com o banco de longa data terá mais facilidade de obter um empréstimo com taxas de juros mais baixas porque o banco pode determinar mais facilmente se o possível tomador é um bom risco de crédito, gastando menos em monitoramento.

Os bancos também acumulam relações de longo prazo com seus clientes emitindo e criando linha de crédito especiais a clientes comerciais. Uma linha de crédito é um compromisso prévio de um banco em conceder empréstimos a uma firma até um determinado limite e com uma taxa de juros que esteja atrelada à taxa de juros de algum mercado. Um acordo de linha de crédito é um método poderoso para a redução de custos do banco com a filtragem e a coleta de informações.

Assim, finalizando este artigo, vemos que as contribuições dos três autores e a de Douglas Diamond, aqui analisada com mais detalhe, busca destacar a importante e relevante contribuição destes economistas para o mundo em que vivemos e fazer com que sejam desenvolvidas instituições e abordagens que tornem as instituições financeiras mais eficientes e menos sujeitas a crises como as que ocorrem em 1929 e a recente de 2007-2009. O Prêmio Nobel de Economia atribuído ao professor Diamond foi realmente merecido tanto pela relevância do tema para o contexto hodierno, como pelas pesquisas realizadas e contribuições suas contribuições seminais e originais. Assim, vale a leitura deste artigos para os interessados no tema e, principalmente, aos economistas que pesquisam, trabalham e atuam no mercado financeiro tanto diretamente como em sua regulação.

 INFORMAR ERRO

 ANÁLISE: CONJUNTURA NACIONAL E INTERNACIONAL

 ARTIGO