

ISSN 0103-9466

UMA VISÃO CRÍTICA DA TEORIA DA
REPRESSÃO FINANCEIRA

Marcos Antonio Macedo Cintra

TEXTO PARA DISCUSSÃO n.º 39

julho/1994

INSTITUTO DE ECONOMIA

UNICAMP

ISSN 0103-9466

**UMA VISÃO CRÍTICA DA TEORIA DA
REPRESSÃO FINANCEIRA**

Marcos Antonio Macedo Cintra (*)

(*) Mestre em Economia pelo Instituto de Economia da UNICAMP

Instituto de Economia, julho de 1994

**COMISSÃO DE PUBLICAÇÕES DO INSTITUTO DE
ECONOMIA/UNICAMP**

José Ricardo Barbosa Gonçalves
Maurício Chalfin Coutinho
Otaviano Canuto dos Santos Filho
Paulo Eduardo de Andrade Baltar
Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz (Coordenador)

FICHA CATALOGRÁFICA

Cintra, Marcos Antonio Macedo

Uma visão crítica da teoria da repressão financeira/Marcos Antonio
Macedo Cintra. - Campinas: UNICAMP/IE, 1994.

54 p. (Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 39)

1. Comércio exterior. 2. Política financeira. 3. Cone Sul. I. Título. II.
Série.

Exemplares avulsos poderão ser obtidos com Creuza A. Dias

INSTITUTO DE ECONOMIA

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Comissão de Publicações

Caixa Postal 6135

13081-970 Campinas (SP)

f.: (0192) 39.8295

fax: (0192) 39.1512

Preço/exemplar

2 UFIR

Postagem

1 UFIR

TOTAL

3 UFIR

UMA VISÃO CRÍTICA DA TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA

Marcos Antonio Macedo Cintra¹

Resumo

O *paper* procura desenvolver um enfoque crítico à teoria da repressão financeira de Mckinnon e Shaw, a partir de uma visão alternativa do financiamento do desenvolvimento econômico baseada no pensamento keynesiano e na tradição cepalina. A análise centraliza-se nas relações entre crédito, poupança e investimento, bem como no papel do sistema financeiro, de sua institucionalidade e das políticas monetárias. Busca, ainda, averiguar os limites da teoria da repressão financeira na gestão de políticas de desenvolvimentos nacionais e apreender as condições estruturais dos mercados financeiros latino-americanos em face do novo contexto internacional dos mercados de crédito.

¹ Mestre pelo Instituto de Economia da UNICAMP, com a dissertação *Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira*, sob a orientação de Luiz Carlos Mendonça de Barros. Devo fazer menção ao grande apoio fornecido por Mônica Baer.

1 INTRODUÇÃO

No Prefácio à *Teoria Geral*, Keynes afirmou: "A elaboração deste livro foi para o autor uma longa luta de libertação, e sua leitura deve ser o mesmo para a maioria dos leitores (...) - uma luta de libertação das formas habituais de pensamento e de expressão. As idéias aqui expressas tão laboriosamente são extremamente simples e deveriam ser óbvias. A dificuldade não está nas novas idéias, mas em escapar das velhas, que se ramificam (...) por todos os cantos de nossa mente." (KEYNES, 1985, p. 4)

Retomo, de alguma forma, o debate de Keynes com os liberais de sua época, no que diz respeito às instituições e aos mercados financeiros no processo de acumulação de capital e, portanto, no crescimento econômico. As velhas idéias ressurgiram com os livros de Mckinnon (1973) e de Shaw (1973), que procuram estabelecer os nexos entre os processos monetários e a acumulação de capital no mundo em desenvolvimento, constituindo um "enfoque financeiro do desenvolvimento econômico", que se transformou na nova ortodoxia na academia norte-americana e nas principais instituições internacionais que fornecem linhas básicas de ação política aos países em desenvolvimento (FMI e Banco Mundial).

Mckinnon e Shaw, apoiados numa visão pré-keynesiana da relação entre poupança e investimento, acrescida de uma rigidez institucional no mercado financeiro, dada a intervenção estatal, desenvolveram o conceito de *repressão financeira*. Por repressão entende-se a situação de um mercado que enfrenta obstáculos institucionais (de política econômica e administrativos) para alcançar uma posição de equilíbrio e, portanto, comprometem a racionalidade do processo de alocação de recursos.

Para estes teóricos, a restrição à expansão dos investimentos nos países em desenvolvimento reside na indisponibilidade de liquidez nos mercados de crédito, devido à repressão no setor bancário e nos mercados de capitais. Noutras palavras: o principal problema dos países subdesenvolvidos é a repressão

financeira, isto é, a manutenção de taxas de juros abaixo da taxa de equilíbrio e políticas de crédito seletivo, com efeitos deletérios na alocação das poupanças.²

A liberalização (aumento da taxa de juros e desregulamentação da atividade bancária) passa a ser vista como a forma de estimular a poupança, a intermediação financeira e o investimento. O cerne da argumentação encontra-se no pressuposto de que todo investimento não financiado diretamente por poupança prévia do próprio investidor deveria ser financiado através das poupanças depositadas nos bancos. O papel destes se restringe a centralizar e repassar as poupanças aos investidores, de acordo com a taxa de juros que iguala a oferta e a demanda de fundos de empréstimos (poupança e investimento em equilíbrio). Vale dizer, as instituições financeiras são apenas intermediadoras de poupança dado que o volume de fundos emprestáveis é determinado externamente ao sistema.³

É neste sentido que o aumento da taxa de juros constitui a peça fundamental da política de liberalização financeira: dever-se-ia deixá-la flutuar até os níveis adequados à eliminação do déficit de poupança interna, provocado por taxas de juros artificialmente baixas. Com o aumento da taxa de juros, tanto os depósitos bancários se expandiriam, permitindo o aumento do crédito e dos fundos para investimento, quanto a poupança seria liberada de usos inferiores, viabilizando um aumento na eficiência alocativa. Além disso, taxas de juros mais

² Devemos salientar que a teoria da repressão financeira tem o mérito de ser uma das poucas, se não a única, dentre as vertentes ortodoxas da teoria do desenvolvimento, a tratar do papel do sistema financeiro no crescimento econômico, ou melhor, no financiamento do desenvolvimento.

³ Argumentos similares foram apresentados nos anos 30, em debate com Keynes, por OHLIN, 1987, p. 160: "Se um governo autoritário fixa uma taxa de juros muito mais baixa que a taxa que prevaleceria em um mercado livre, durante qualquer período a poupança e o novo investimento *ex post* permanecem, todavia, iguais, muito embora se verifique que a quantidade de crédito *oferecida* tenha sido menor que a *demandada*, ocorrendo uma espécie de "racionamento". Vale lembrar que o mercado de crédito reage da mesma maneira que o de bens, quando são fixados preços máximos." (Grifos no original). Na verdade, Shaw, McKinnon e Ohlin estão associados à tradição da teoria de poupança e investimento de Estocolmo, também conhecida como teoria wickselliana da taxa natural de juros ou teoria dos fundos de empréstimos. (WICKSELL, 1978).

elevadas desestimulariam o sobre-investimento em atividades existentes, bem como a especulação com ativos ou estoques reais e/ou de riscos.

A análise das teses iniciais e da profunda revisão crítica e autocrítica que sofreu a "teoria da repressão financeira" tem como objetivo avaliar a liberalização econômica à *outrance* como política adequada à reestruturação produtiva de um país em desenvolvimento que enfrenta fortes restrições quanto a fontes de financiamento do investimento produtivo.⁴ Por razões metodológicas e de escopo, neste *paper*, ater-nos-emos à validade dos pressupostos teóricos, à lógica interna dos diagnósticos e proposições.⁵

2 O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E A REPRESSÃO FINANCEIRA

Importa-nos discutir as relações entre a acumulação financeira e a acumulação de capital produtivo, base da argumentação dos teóricos da "repressão financeira". Problematizaremos as funções e a natureza institucional do capital de empréstimo e da poupança na formação de capital produtivo, as dimensões financeira e real da poupança, bem como os processos causais de determinação da taxa de juros, da poupança e do investimento.

A visão de Keynes quanto ao papel do crédito no financiamento do investimento exclui o pressuposto de que o investimento exige um ato de

⁴ Para uma visão geral das diversas correntes críticas às teses da repressão financeira, como, por exemplo, a abordagem neo-estruturalista, a teoria do racionamento do crédito, o papel da regulamentação e a supervisão do sistema financeiro, a sequência da liberalização, ver FERREIRA; FREITAS & SCHWARTZ, 1992, p. 202-235. Os autores demonstram que o diagnóstico inicial de McKinnon e Shaw, centrado na defesa de taxas de juros elevadas e na remoção da intervenção pública sobre os mercados financeiros, não é mais defensável, mesmo se nos ativermos aos limites das teorias liberais.

⁵ Gostaríamos de ressaltar que o enfoque crítico desenvolvido na dissertação de mestrado, onde este *paper* se apóia, foi construído em dois âmbitos, teórico e histórico. No teórico, apresentamos uma visão alternativa do financiamento do desenvolvimento econômico baseada no pensamento keynesiano e na tradição cepalina. No histórico, analisamos o impacto das reformas liberalizantes sobre o mercado financeiro e o investimento nos países do Cone Sul (Argentina, Chile e Uruguai), entre 1973-1984.

poupança prévia, equalizado pela taxa de juros. A determinação da taxa de juros não se dá, para Keynes, através da igualdade *ex ante* entre poupança e investimento. Existiria sempre, *ex post*, poupança suficiente para cobrir os investimentos realizados. A determinação dos juros ocorre, institucionalmente, no mercado monetário pela política dos Bancos Centrais e pela demanda por moeda, principalmente dos empresários, e expressa o estágio da preferência por liquidez de uma comunidade.⁶ Portanto, as duas variáveis relevantes para a determinação da taxa de juros são: a quantidade de moeda em circulação - a oferta de moeda - e a forma como os agentes decidem manter as suas reservas monetárias, seja sob a forma de dinheiro, seja sob a forma de títulos, o que Keynes denominou de "teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros".⁷

Através do princípio da demanda efetiva, que impõe uma relação causal unilateral entre os gastos e a renda, Keynes demonstra que o investimento é a variável dinâmica da economia, cuja efetivação depende das expectativas dos capitalistas quanto a seus rendimentos futuros e não de um fundo prévio de poupança.⁸ "A poupança, de fato, não passa de um simples resíduo",⁹ pois os empresários somente podem decidir o que vão gastar e não o que vão poupar. Assim, estabelece-se o crédito e não a poupança como o motor financeiro do processo de acumulação de riqueza capitalista. Desta forma, o papel crucial desempenhado pelo sistema financeiro no provimento de recursos à realização dos

⁶ KEYNES, 1987 a, p. 151: "a taxa de juros é um fenômeno *monetário*, (...) no sentido em que equipara as vantagens da posse presente do dinheiro e do direito futuro sobre este." (Grifo no original). Ou seja, a taxa de juros sobre uma aplicação de determinada qualidade e de certo prazo é estabelecida ao nível que, na avaliação dos detentores de riqueza, torna mais vantajosa a troca de liquidez imediata pela perspectiva de aumento da riqueza futura.

⁷ KEYNES, 1987 b, p. 167: "a taxa de juros relevante para o investimento *ex ante* é aquela determinada pelo estoque *corrente* de dinheiro e pelo estado *corrente* da preferência pela liquidez, na data em que o financiamento requerido pelas decisões foi estipulada." (Grifos no original).

⁸ KEYNES, 1987 a, p. 154: "não é a taxa de juros mas sim o nível de renda que assegura a igualdade entre poupança e investimento."

⁹ KEYNES, 1985, p. 53. Trata-se de um fluxo de renda, registrado nas Contas Nacionais, que corresponde aos gastos em bens e serviços para investimento.

gastos de investimentos é completamente distinto, uma vez que não decorre propriamente da acumulação de poupança, mas de sua capacidade de expandir ou contrair, de forma autônoma, a liquidez e o crédito.

Em suma, se é verdade que sistemas financeiros plenamente desenvolvidos cumprem um papel fundamental no processo de expansão de uma economia capitalista, como acentuado pelas duas correntes de pensamento, o modo como são concebidas teoricamente essas inter-relações tem, entretanto, implicações muito diversas. Do ponto de vista keynesiano, seria um equívoco identificar "poupança" com depósitos e com "ativos financeiros" e admitir que a taxa de juros regula a "oferta e a demanda" de fundos de empréstimos,¹⁰ porque esses saldos líquidos não apenas não se transformam automaticamente em investimento, como, ao contrário, sua valorização recorrente no circuito financeiro apresenta-se como alternativa de investimento às empresas. Sendo que, mantida uma taxa de juros positiva e crescente, a tendência seria uma drástica redução do investimento produtivo. Enfim, as determinações da poupança financeira são diferentes das que regem os investimentos, podendo inclusive ser contraditórias e retroalimentadoras, gerando cada vez mais massa financeira e menos investimento produtivo.

Noutras palavras, não existe uma relação *a priori*, como estabelecem os teóricos da repressão financeira, entre a poupança financeira, correspondente aos ativos financeiros totais, que valorizam os saldos monetários líquidos dos agentes superavitários, às vezes até como proteção da corrosão inflacionária, e a "poupança real", correspondente a um fluxo de renda associado a um ato de investimento. Segundo Keynes: "se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos de que

¹⁰ Devemos registrar que a tradição da teoria dos fundos de empréstimos foi duramente criticada por KEYNES, 1985, p. 168: "Agora (na *Teoria Geral*) já não sou da opinião de que o conceito de uma taxa "natural" de juros, que antes me pareceu uma idéia das mais promissoras, possa trazer à nossa análise uma contribuição verdadeiramente útil ou importante." Veer, também, BELLUZZO & ALMEIDA, 1990, p. 64 e SILVA, 1991.

podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios." (KEYNES, 1985, p. 125)

As decisões de acumulação de bens de capital dependem das expectativas de rentabilidade futura e são prerrogativas exclusivas dos capitalistas e do Estado. Este último o faz por ação direta, através da execução do orçamento público ou das empresas estatais, e indireta, através do efeito multiplicador do gasto público e da manipulação das condições gerais de preços, juros, câmbio, salários, crédito, etc., que condicionam as iniciativas do setor privado.

Todavia, na dinâmica capitalista não basta que os empresários estejam antecipando rentabilidade para que decidam investir. Precisam ter sob seu comando uma quantidade apropriada de recursos de capital-moeda, a custos compatíveis.¹¹ Assim, dada uma curva de eficiência marginal do capital (a medida da rentabilidade esperada de um ativo de capital) e mantida uma política acomodatória por parte dos bancos, o financiamento será igual às necessidades de liquidez dos investidores. O investimento, suscitando um fluxo de poupança estritamente equivalente a seu montante *a posteriori*, não necessita de nenhum fundo prévio de poupança para ser realizado. Precisa, sim, de crédito. A expansão do crédito precede e é indispensável ao surgimento da própria poupança.

Resumindo, na perspectiva keynesiana, a expansão dos investimentos e, portanto, da renda numa economia capitalista, depende: i) das expectativas dos agentes quanto a mercados, tecnologias, realização de lucros, capacidade ociosa

¹¹ Neste ponto devemos marcar uma vez mais as diferenças com relação à teoria da "repressão financeira". Apesar de ressaltar a natureza monetária do crédito, McKinnon perde o essencial ao estabelecer que a oferta de crédito e a demanda de empréstimos constituem o equivalente monetário da oferta de poupança e demanda de investimento. Assim, impõe restrições ao papel do sistema bancário, que poderíamos keynesianamente classificar de passivo. Para este último, o crédito não está associado a nenhum fundo de poupança. Constitui, na verdade, meios líquidos gerados pelo setor monetário do sistema financeiro e, no limite, de forma independente até dos depósitos à vista, daí o seu papel ativo. Cf. KEYNES, 1987 b, p. 170: "dados o estado de expectativa do público e a política dos bancos, a taxa de juros é aquela segundo a qual a demanda e a oferta de recursos líquidos se equilibram. A poupança de maneira alguma faz parte do quadro."

planejada, etc; ii) da existência de mecanismos adequados de financiamento interno; e iii) da disponibilidade de divisas cambiais necessárias à importação de matérias-primas e equipamentos, bem como para fazer frente aos serviços financeiros do capital externo. Interessa-nos, por ora, aprofundar as questões relativas aos financiamentos interno e externo.

2. 1 A Função Ativa do Crédito no Financiamento do Investimento

Principiemos com a importância dos bancos na materialização do crescimento e do investimento. Além de sua função de intermediação financeira, os bancos criam moeda para suprir o avanço do crédito.¹² A moeda ou crédito é criado quando um banco adquire ativos, emitindo, em contrapartida, passivos em moeda de crédito. É no momento seguinte que os bancos se preocupam com as suas posições de liquidez - a constituição das reservas passivas. Estas podem ser adquiridas junto aos Bancos Centrais (que descontam títulos privados em posse dos bancos),¹³ no interbancário (aproveitando saldos inativos de outros bancos), ou através dos próprios depósitos bancários, dependendo da taxa de captação. O valor da taxa de captação depende, em grande parte, do valor futuro da moeda antecipado pelos agentes, sendo, portanto, submetido à convenção do mercado financeiro, ou seja, representa o prêmio de liquidez predominante. E depende, também, da concorrência existente neste mercado por recursos adicionais a fim de cobrir posições ativas já efetivadas pelos bancos.

A moeda de crédito é, então, endógena, pois é criação do sistema bancário em resposta ao estado dos negócios e em função de suas previsões e expectativas com relação ao desempenho da economia. Entretanto, a política

¹² Esses créditos podem ser destinados tanto ao financiamento da formação de capital fixo, quanto da produção corrente, do consumo, da aquisição de ativos reais ou financeiros já existentes com fins especulativos ou de acumulação.

¹³ Ao descontar títulos privados em posse dos bancos, um Banco Central fixa o preço de seus empréstimos de liquidez ao sistema bancário. (KEYNES, 1971, p. 43-69).

monetária não é necessariamente passiva. Os Bancos Centrais, desde que tenham controle sobre as reservas monetárias, através do encaixe compulsório sobre as reservas bancárias, da taxa de redesconto e da política de mercado aberto, têm poder regulatório sobre a expansão da liquidez primária. Vale dizer, podem determinar a base monetária.

A política monetária consiste na manipulação das taxas de juros e do nível de reservas bancárias, influenciando através desses instrumentos sobre o volume e o preço do crédito bancário no curto prazo. A longo prazo, o estoque de moeda é reproduzido através das relações de débito e crédito entre os agentes financeiros e não-financeiros. A variação do estoque de moeda é, portanto, função de decisões de demanda por crédito atendidas pelos bancos que, *a posteriori*, procuram os fundos para respaldá-las. Em termos agregados e a longo prazo o financiamento bancário é autofinanciado. Os bancos fazem empréstimos que retornam ao sistema sob a forma de depósitos, sendo o financiamento das reservas para suportar os novos empréstimos a única necessidade corrente dos bancos.

Em síntese, não obstante o grau de manobra da política monetária, a causa fundamental da variação do estoque monetário não está na manipulação de curto prazo que as autoridades monetárias podem realizar nestes fundos e nos seus preços, mas no financiamento bancário das decisões de gasto dos capitalistas.

Nessa perspectiva, é basicamente a dinâmica do lucro, a partir da persistência da expansão do gasto agregado, que garante a solvabilidade dos agentes econômicos, ou seja, gera-se poder de compra para amortizar as dívidas passadas. Nas palavras de Belluzzo & Almeida (1989, p. 121-122): "É deste lucro que elas (as empresas) servem as dívidas, pagam os impostos e acumulam fundos financeiros, permitindo aos bancos renovar o estoque de *finance*. Portanto, é o prosseguimento do processo de investimento e endividamento que permite servir a dívida passada. (...) a economia está gerando dívida agora para

que a dívida passada possa ser servida." Conseqüentemente, "do ponto de vista macroeconômico a queda do investimento implica necessariamente o aumento do endividamento porque retira das empresas a capacidade de servir a dívida passada. Além disso, a contração do investimento ao deprimir a acumulação interna das empresas reduz o capital próprio e frustra a tentativa de reduzir o grau de endividamento. Isto significa que se cada unidade quer reduzir seu déficit corrente, o resultado para o conjunto será um agravamento da situação patrimonial, bem como dos compromissos correntes, pela rigidez dos custos financeiros da dívida contratada no passado."

Considerando o sistema dinamicamente, com o investimento e a poupança em contínua realimentação, a contribuição do crédito ao processo de formação de capital fica determinada pela geração de valor excedente, ou seja, pelos lucros.¹⁴ Se a massa de lucros não se mantém, devido à interrupção do investimento produtivo que alimentaria a parte ativa do capital, a dinâmica do lucro se arrefece e o peso da parte passiva se evidencia. Portanto, diante de uma redução inesperada na taxa de crescimento as firmas terão dificuldades em saldar seus compromissos com o sistema bancário. A alternativa seria repactuar as dívidas, endividando-se mais, isto é, aceitando uma redução na proporção do capital próprio sobre o capital total e, às vezes, em piores condições de taxas, prazos e *spreads*, deteriorando o grau de fragilidade financeira da empresa; ou promover uma recomposição patrimonial, através da subscrição de novas ações, da entrada de novos sócios, etc. Identifica-se, então, um problema de intermediação financeira, de compatibilizar prazos em função das aversões ao risco de cada um dos agentes econômicos, a fim de canalizar recursos para consolidar as dívidas dos investidores.

No entanto, não precisamos supor uma conjuntura de queda do investimento para mostrar que uma intermediação financeira com uma base de

¹⁴ Sobre os limites da contribuição do crédito ao processo de formação de capital, ver ZONINSEIN, 1989.

captação das aplicações a prazos médios e longos, capaz de garantir estabilidade e solidez operacional às instituições, é de importância crucial. Já afirmamos que os bancos antecipam temporariamente poder de compra destinado a cobrir o hiato temporal entre a decisão de investimento e sua efetivação. No nível microeconômico os empréstimos tomados para fins de investimento em geral têm como base a distribuição temporal das receitas associadas ao projeto, e estas somente acontecem depois da nova capacidade produtiva se encontrar instalada e em operação. Porém, se se impõe, por diversas razões, a necessidade de saldar os créditos devidos antes do projeto de investimento gerar as rendas esperadas, ou se a taxa de retorno do investimento se revelar inferior ao esperado, o investidor terá que, de uma forma ou de outra, ir ao mercado financeiro em busca de refinanciamento.¹⁵

O importante a reter dessa discussão é a necessidade de mecanismos financeiros capazes de alongar o perfil das dívidas. Se a intermediação financeira não funciona, pode seguir-se a inadimplência do devedor-investidor, um aumento da fragilidade financeira do sistema ou transferências de propriedade. Por um lado, a possibilidade desta "insuficiência", percebida *ex ante* pelos investidores, pode atuar como um constrangimento às atividades de investimento. Por outro lado, a garantia de que o sistema bancário seguirá uma postura acomodatória ou que o Banco Central o influenciará nessa direção exercerá uma poderosa indução ao investimento.

Assim, os mecanismos que possibilitam a conversão de dívida de curto em longo prazo dão maior estabilidade ao processo de investimento, pois reduzem os riscos de alteração de propriedade dos ativos quando termina um processo de geração de lucros, ou enquanto a nova capacidade produtiva ainda não gerou

¹⁵ TAVARES (1983, p. 110) ressalta que: "É perfeitamente possível financiar as inversões através da ampliação e renovação contínua da dívida de curto prazo, cuja solvabilidade é garantida nas etapas de expansão pelo rápido crescimento da produção e crescente retenção de lucros." Entretanto, essa conclusão somente é válida para ampliações de capacidade nos setores onde não há indivisibilidades técnicas significativas e os prazos de maturação são relativamente curtos.

receitas suficientes para amortizar os débitos contraídos.¹⁶ Noutras palavras, a ausência de uma articulação entre o curto e o longo prazo no mercado de capitais torna o sistema mais instável e sua regulação mais complexa.¹⁷

Neste contexto é que se insere o debate entre os pós-keynesianos iniciado por Asimakopulos (1983, p. 221-233) e Davidson (1986) sobre as funções e a institucionalidade do crédito, bem como da poupança no processo de formação de capital, que está longe de ter esgotado. Para esses teóricos, a partir das discussões de Keynes com Hicks, Robertson e Ohlin, pode-se derivar que o financiamento do investimento possui duas dimensões: em primeiro lugar, temos o financiamento do investimento realizado através do crédito de curto prazo concedido pelo setor monetário do sistema financeiro; em segundo lugar, temos a consolidação das dívidas de curto prazo através da mobilização de poupança financeira no segmento de longo prazo do sistema financeiro e mercado de capitais (MINSKY, 1985, p. 318). Neste caso, à (*uma certa*) poupança - no sentido de uma renda acumulada, cujo poder de gasto foi diferido no tempo e não de uma restrição ao consumo - cabe o papel de recompor as estruturas passivas e ativas das empresas investidoras.

Nas palavras do próprio Keynes: "Quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos: primeiro, que pode obter recursos suficientes a curto prazo, durante o período da produção do investimento; e, segundo, que acabará financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo, em condições satisfatórias. Vez por outra ele pode estar em posição

¹⁶ Devemos frisar, no entanto, que "a instabilidade é da natureza das economias monetárias" e que a criação endógena de moeda pelos agentes privados (bancos e empresas) constitui um modo de alavancar e prolongar a fase expansiva do ciclo, quando perspectivas de lucros crescentes sustentam a confiança daqueles agentes, mas não de evitar a iliquidez quando a conjuntura é desfavorável.

¹⁷ STUART, 1993, p. 110: "Em um mundo incerto e na ausência de consolidação financeira, ou os bancos seriam obrigados a reduzir sua margem de segurança (ativos líquidos/ativos ilíquidos), ou os investidores seriam obrigados a rolar seu passivo de longo prazo até a maturação e o retorno dos investimentos. Em ambos os casos - e dadas as características do passivo dos bancos -, a possibilidade de mudanças futuras das taxas de juros e/ou condições de crédito traria um risco excessivo para ambos os agentes."

de usar seus próprios recursos, ou de fazer imediatamente sua emissão de longo prazo. Mas isto não faz diferença quanto ao montante de 'financiamento' que precisa ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas quanto ao canal através do qual o financiamento chega ao empresário e quanto à probabilidade de que alguma parte do mesmo possa resultar da liberação de dinheiro por parte do próprio interessado ou do resto do público. Assim, é conveniente encarar o duplo processo (*finance* e *funding*) como o mais característico."¹⁸ Vejamos, resumidamente, cada uma dessas dimensões do processo de financiamento do investimento, o *finance* e o *funding*.

2. 2 O Circuito *Finance-Investimento-Funding*

A existência de um sistema de bancos comerciais emissores de moeda escritural, intermediando os fluxos de financiamento, libera os investidores de qualquer necessidade prévia de poupança, como já afirmamos. Os bancos financiam o investimento através de um fundo rotativo - o fundo *finance* - e, se isto for insuficiente, pela multiplicação de seus depósitos à vista. O investimento é, então, financiado no mercado monetário. O sistema bancário expande o crédito independentemente da captação antecipada de capital-moeda, como quer a teoria da repressão financeira, e sem comprometer a auto-sustentação do processo de acumulação.¹⁹

¹⁸ Cf. KEYNES, 1987 b, p. 166. Entretanto, devemos acrescentar a seguinte ressalva: "Ora, os mercados de novos empréstimos de curto prazo e de novas emissões de longo prazo são substancialmente os mesmos das transações velhas, não sendo relevantes, em nosso plano atual de discussão, pequenas anomalias (...)". Keynes parece sugerir que a compatibilização das estruturas passivas e ativas, de diferentes prazos, riscos e garantias, pode ser feita no interior do próprio sistema de financiamento. Ou seja, o sistema financeiro se encarregaria de diversificar os ativos conferindo-lhes características de divisibilidade, liquidez, rentabilidade e segurança. Porém, isto não elimina a necessidade de superávits de renda temporariamente disponíveis e passíveis de serem livremente manejados.

¹⁹ KEYNES, 1987 b, p. 168: "o *finance* constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é "usado", no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de iliquidez temporária está de novo

Desse modo, o *finance* constitui-se de linhas de crédito ou avanços bancários que permitem antecipar recursos futuros (receita futura) com o propósito de financiar o investimento. Portanto, antecede o investimento e não tem nenhuma relação com a poupança. Os bancos criam moeda e não poupança, não podendo, assim, ajustar a oferta à demanda por fundos, vale dizer, a poupança ao investimento.

A demanda de moeda sobre o sistema bancário é, assim, descrita por Belluzzo & Almeida (1989, p. 121, grifo no original): "o aumento do investimento só pode ser realizado macroeconomicamente pelo endividamento das unidades de gasto. Este investimento, ao gerar lucros, recompõe as condições de liquidez dos empréstimos, ou seja, a geração de lucros mantém as condições de renovação do fundo financeiro administrado pelos bancos e originariamente gerado pela emissão do *crédito* dos bancos contra si mesmos e sob a demanda daqueles que vão realizar o gasto. O princípio da demanda efetiva (o nível de renda e emprego da comunidade é determinado pelas decisões de gasto dos capitalistas) exige tão-somente que uma determinada decisão de gasto seja validada pelo sistema bancário enquanto administrador da moeda e dos fundos financeiros da sociedade. Os bancos sancionam a aposta capitalista na aquisição de novos ativos de capital e os lucros derivados deste investimento sancionam a aposta dos bancos."

No entanto, nada garante que o empresário conseguirá automaticamente converter suas obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. Há um risco neste processo e o empresário toma suas decisões a partir de suas expectativas de rentabilidade, ou seja, o *finance* possui um componente especulativo. Noutras palavras, na questão da compatibilidade entre prazos e taxas há sempre um risco que faz parte do cálculo especulativo intrínseco a qualquer decisão de investimento capitalista.

pronta a ser usada mais uma vez. (...) Em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos pelo investimento *ex ante* corrente é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento *ex post* corrente."

Não obstante, visando reduzir o grau desse risco, simultaneamente à materialização das fontes de crédito de curto prazo, as empresas iniciam negociações junto aos bancos de investimento e a outras instituições do mercado de capitais, para mobilizar fundos de longo prazo necessários à consolidação financeira do investimento - processo de *funding*.

A consolidação do investimento constitui-se, então, de lançamentos de dívida de longo prazo e/ou de direitos de propriedade no mercado financeiro e de capitais. As dívidas podem ser mantidas pelas próprias unidades de dispêndio, através da acumulação interna de lucros ou pelas carteiras dos intermediários financeiros. Neste caso, uma parcela dos ativos financeiros de longo prazo mantida pelas unidades "poupadoras" adota a forma indireta de depósitos a prazo, cotas de fundos privados de pensão e aposentadoria, apólices de seguro, fundos de ações nos bancos, fundos mútuos de investimento, debêntures e/ou ações em posse dos bancos, etc.

Destá forma, frações do capital utilizado no processo de consolidação do investimento provêm da canalização de poupança real, isto é, renda acumulada, cujo poder de compra foi retardado no tempo. Porém, não basta a existência de um determinado volume de poupança. É preciso que essa poupança financeira seja efetivamente canalizada para atender as necessidades do *funding*.²⁰

A despeito do papel desempenhado pelo sistema financeiro no funcionamento contínuo dos mercados de títulos de longo prazo, Baer salienta que "(...) a atuação dos agentes financeiros (...) é de natureza residual, sendo que o grosso do carregamento dos ativos financeiros deve ser de poupadores. Ou seja, a capacidade de *funding* precisa estar presente e o papel dos bancos é estar disposto

²⁰ BAER, 1993, p. 29: "embora as decisões de investimento e de poupança sejam totalmente independentes ao nível dos agentes individuais, é necessário que haja uma mínima compatibilidade entre o volume global de investimentos que ampliam a capacidade produtiva e suas necessidades de financiamento de longo prazo e o volume de poupança e sua forma de aplicação como base do processo de *funding*." Ressaltamos que o nível da poupança agregada está relacionado com o nível e a distribuição da renda, bem como com o padrão de crescimento e de consumo da economia, decorrente das características estruturais da industrialização.

a cobrir possíveis necessidades da circulação financeira nos mercados de títulos." (BAER, 1993, p. 37)

Em suma, para os nossos propósitos, importa reter dessa discussão que a manutenção da estabilidade do crescimento econômico capitalista possui como condição necessária, mas não suficiente, o desenvolvimento de instrumentos financeiros que possibilitem a transformação da riqueza herdada do passado em diversas formas de ativos, inclusive em títulos de longo prazo.

Evidentemente, a distinção entre os mecanismos de financiamento de curto prazo e de consolidação do investimento é desconsiderada pela teoria da repressão financeira. Assim, tanto os ativos de longo prazo e os direitos de propriedade como a própria existência do mercado de capitais e da poupança financeira desaparecem. O mercado financeiro, na verdade, constitui o *locus* da panacéia universal do mercado que equaliza as taxas de rentabilidade da economia.

2. 3 O Papel do Financiamento Externo

Finalmente, devemos acrescentar que nos países periféricos o investimento (o gasto autônomo) também tem de ser compatível com a disponibilidade de divisas, uma vez que as moedas nacionais não são de circulação internacional (nem moeda-reserva nem moeda-conversível), ao contrário do que pressupõe McKinnon. Daí a necessidade de se contar com a entrada de recursos externos para financiar o desenvolvimento, seja na forma de créditos bancários de curto prazo, seja em financiamentos de longo prazo oficiais e privados, seja ainda em capital de risco. A entrada de investimentos diretos é particularmente relevante quando se considera o fato de que a geração e a posse das novas tecnologias estão concentradas nas grandes empresas transnacionais.²¹

²¹ O apelo ao capital externo pode deixar de ser um recurso indispensável e essencial ao desenvolvimento econômico periférico quando se constituem, a partir de bases empresariais nacionais, estratégias agressivas de

A crescente mobilidade dos fluxos internacionais de capitais, bem como a maior integração dos mercados financeiros, em tese, ampliam as facilidades de acesso a recursos externos, dependendo do potencial de cada economia em atrair os capitais internacionais. Entretanto, essa articulação com os fluxos internacionais de financiamento tem sérias implicações. Do mesmo modo que se internalizam mais facilmente recursos do exterior, abrem-se em contrapartida mecanismos para investimentos de *portfolio* externos e, portanto, possibilita-se a canalização de recursos para fora do país. Noutras palavras, o processo de arbitragem, ainda que condicionado pelo risco cambial, pode globalizar-se, limitando a capacidade de intervenção das autoridades monetárias de um país que não tem poder (reservas) para intervir no mercado internacional. Ademais, a mobilidade dos capitais e a generalização das taxas de juros flutuantes tornam vulnerável a balança de capitais dos países com elevado grau de abertura financeira, pois passam a sofrer passivamente os impactos das políticas monetárias praticadas nos países centrais (BAER, 1993, p. 32).

2. 4 O Manejo do *Finance* e do *Funding* nos Mercados Financeiros Contemporâneos dos Países Centrais

Este paradigma keynesiano da relação entre o investimento produtivo e a poupança, bem como da taxa monetária de juros, não deveria ser mediado por considerações relativas às mudanças institucionais que, de alguma forma, alterariam a validade de alguns preceitos econômicos prevalecentes entre as décadas de 20 e 40? O comportamento do sistema contemporâneo de crédito não estaria condicionado pelo quadro institucional vigente?

produção para o mercado internacional, capacitando tanto a geração de recursos para cobrir as necessidades de bens e serviços importados, quanto possibilitando outras formas de associações com o capital estrangeiro, *joint ventures*, por exemplo. Ver CANUTO, 1991.

A grosso modo, o arcabouço das instituições monetárias - principalmente da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos da América -, na primeira metade deste século, se caracterizava por: a) controle dos Bancos Centrais sobre a expansão primária da liquidez, através da fixação da taxa de redesconto bancário; b) hegemonia do sistema bancário comercial no circuito creditício; c) inexistência de mercados financeiros internacionais com capacidade de emitir moedas privadas, o que possibilitava um elevado poder regulatório sobre as reservas internacionais; d) vigência de um espectro limitado de ativos financeiros ofertados pelos sistemas, sob controle das autoridades monetárias nacionais; e) e, finalmente, pela existência de mercados organizados de ações, consolidando uma disponibilidade de financiamento para a formação de capital fixo por meio de títulos de longo prazo (MIRANDA, 1992, p. 3).

Os argumentos keynesianos sobre a irrelevância da poupança e a imprescindibilidade do crédito na determinação do investimento estavam consubstanciados nesta institucionalidade bancária e financeira, onde a participação de M-1 no total dos agregados monetários era extremamente elevada, o que permitia o pleno desempenho do *finance*, e a estabilidade em termos de prazos e custos da taxa de juros juntamente com o mercados de ações tornavam possível a existência do *fundimg*.

Tais condições, porém, modificaram-se substancialmente, a partir de meados dos anos 60, com a internacionalização dos circuitos financeiros e o surgimento de inúmeras inovações (novos instrumentos e novas instituições). Nas palavras de Tavares & Belluzzo (1986, p. 56-57, grifos MAMC): "o mercado de dinheiro já não funciona de acordo com os supostos formulados por Keynes. Em primeiro lugar, a oferta monetária não pode mais ser considerada rígida e controlável exogenamente pelo Banco Central. O movimento de reservas provocado pela especulação no mercado internacional de divisas leva a flutuações endógenas na dívida pública e no dinheiro, que retiram o caráter regulador autônomo da política monetária. Em segundo lugar, *a idéia de preferência pela*

liquidez de Keynes perde sua simplicidade originária. (...) A ruptura do padrão monetário internacional torna o dinheiro internacional uma categoria fugidia, na medida em que a paridade de poder de compra de qualquer moeda nacional em relação às demais ou a uma hipotética cesta de bens básicos não pode ser fixada. Deste modo deixa de ter sentido a idéia de que existe um ativo que, por suas características de baixa elasticidade de produção e substituição, proporciona um prêmio de liquidez (capacidade de adquirir bens ou de liberar contratos, sem custo de transação e de manutenção). (...) As desvalorizações sucessivas das várias moedas nacionais e a inexistência de um padrão monetário estável provocam a *desaparição do dinheiro como reserva de valor* (...) E mais: "(...) a elevação das taxas de juros não corresponde mais a uma *elevação do prêmio à renúncia da liquidez, mas a um prêmio de risco sobre a desvalorização provável da riqueza passada.*" Em suma, observa-se um movimento em direção a investimentos em ativos financeiros geradores de juros, substituindo a posse da moeda propriamente dita, de modo a diminuir os riscos de desvalorização.

Como "a moeda somente pode ser estudada no seu contexto histórico e institucional" (DAVIDSON, 1982, p. 241), destacaremos algumas características relevantes apresentadas pela nova institucionalidade dos mercados monetários e financeiros.

Em primeiro lugar, as instituições monetárias e não-monetárias tendem a uma generalização e homogeneização nas formas de operação. Minsky, a partir do formato institucional do sistema financeiro norte-americano, afirma: "(...) a linha divisória entre bancos comerciais, cujos passivos incluem depósitos à vista, e outras instituições financeiras - tais como as administradoras de patrimônio (companhias de seguro, fundos de pensão e diversos *trusts* de investimento) e os bancos de investimento - refletem muito mais o ambiente legal e a história institucional do país do que as funções econômicas destas instituições." (MINSKY, 1986, p. 223) E, desde os anos 60, a diferença entre as instituições financeiras tem sido crescentemente eliminada (desregulamentação), consolidando

a tendência para o chamado banco universal ou múltiplo, que atua em todos os segmentos dos mercados, inclusive nos mercados internacionais. O predomínio da forma de organização multibancária, no entanto, não significa a impossibilidade da especialização, a partir de estratégias de concorrência entre as instituições, independente das restrições legais.

Em segundo lugar, os bancos comerciais foram suplantados no papel de canalizador dos fluxos de capitais, isto é, outros intermediários financeiros passaram a avançar poder de compra: "Além dos bancos comerciais, os intermediários financeiros tais como associações de poupança e empréstimos (*Saving & Loan*), instituições mútuas, companhias financeiras, seguradoras, *trusts* de investimentos imobiliários (*Real Estate Investment Trusts*) e os fundos *money-market* (fundos de curto prazo) são fontes de crédito. (...) Tais intermediários financeiros não-bancários, juntamente com os bancos comerciais, garantem que a oferta de financiamento responderá à demanda nos mercados creditícios." (MINSKY, 1986, p. 246-247) Paralelamente, as próprias empresas passaram a emitir títulos de dívida, principalmente bônus e *commercial papers*, captando recursos diretamente junto a investidores institucionais (tais como fundos de pensão, companhias de seguro, etc).²²

Em terceiro lugar, os depósitos à vista reduzem-se nos passivos dos sistemas bancários.²³ Concomitantemente, as diferentes instituições financeiras (monetárias e não-monetárias) desenvolveram diversas formas de captação, similares a depósitos à vista que, não obstante serem depósitos remunerados, apresentam elevado grau de liquidez.²⁴ Em outras palavras, os sistemas bancário

²² Para uma descrição detalhada dos novos instrumentos financeiros (*Note Issuance Facilities, Floating Rate Notes, Opções e Futuros, Swaps, etc.*), ver FERREIRA & FREITAS, 1989.

²³ MENDONÇA DE BARROS, 1990, p. 45 e MINSKY, 1986, p. 80.

²⁴ Sobre os novos sistemas de pagamentos, tais como o *money market mutual fund*, fundos de curto prazo lastreados em títulos públicos que possuem esquemas de compensação, possibilitando aos mutuários o uso de talões de cheques; e o *Cash Management Accounts*, instrumento misto de depósito bancário e investimento acionário, com direito a emissão de cheques e cartões de crédito, ver FREITAS & SCHWARTZ, 1992, p. 78-84.

e não-bancário dos países centrais,²⁵ a partir de meados dos anos 60, ampliaram o espectro de ativos financeiros líquidos e remunerados, as quase-moedas, caracterizadas por alta elasticidade de substituição e baixo custo de conversão. Isto é, podem rapidamente mudar de uma aplicação para outra e/ou ser convertíveis de ativos "receptores de juros" em "depósitos transferíveis por cheque". Geralmente, estes instrumentos financeiros absorvem tanto disponibilidades de caixa, relacionadas às despesas de curto prazo das empresas e das famílias, quanto recursos da acumulação interna do setor empresarial (fundo de depreciações e outros recursos destinados a investimentos ou ainda saldos inativos, poupança financeira sem destinação específica). Vale dizer, as quase-moedas possuem um componente monetário (M-1) e um componente não-monetário (M-2 ou M-3). As economias capitalistas modernas trabalham, então, com um estoque menor de moeda corrente por unidade de produto gerado. As relações entre M-1 e as quase-moedas com o produto interno bruto dos principais países desenvolvidos podem ser observadas nas tabelas 1 e 2. Merece destaque a transformação ocorrida nos EUA. Entre 1950 e 1990, a relação entre M-1 e o PIB reduziu de 40,9% para 15,5%: sendo que os depósitos à vista nos bancos comerciais diminuíram de 32% para 10,8%; inversamente, as quase-moedas aumentaram de 11,1% para 42,5%.

A consequência imediata desta proliferação de passivos remunerados foi uma intensa flexibilização dos ativos das instituições financeiras, isto é, sua transformação em instrumentos negociáveis (*securitization*). Se as instituições oferecem uma alternativa de aplicação remunerada com liquidez plena ou próxima, ficam obrigadas a garantir a liquidez e a remuneração deste passivo. Por conseguinte, devem contar com ativos que possuem liquidez instantânea, ou seja, possíveis de serem rapidamente negociados nos mercados secundários em troca de

²⁵ Os sistemas financeiros da França, Alemanha, Japão, como de resto qualquer outro, devem ser analisados levando em conta especificidades de organização interna, o que determina a quase impossibilidade de uma teoria monetária geral.

reservas bancárias, em prazo compatível com a liquidez dos passivos. Caso parte do ativo que lastreia o depósito líquido remunerado seja ilíquido, a instituição pode necessitar de refinanciamento temporário, nos mercados interbancários ou nos Bancos Centrais. Assim, a possibilidade de ofertar um depósito líquido remunerado deriva da liquidez do ativo que lastreia a operação e, portanto, depende da profundidade dos mercados secundários existentes.²⁶

Malgrado a instabilidade crescente, as instituições financeiras têm conseguido compatibilizar a captação de um passivo de curto prazo com aplicações em prazos mais dilatados. Entretanto, permanece como condição desta dinâmica extremamente instável (*Speculative* e *Ponzi*, na linguagem de Minsky)²⁷ um contínuo refinanciamento das estruturas passivas e ativas (operações de *roll-over*) e uma atuação dos Bancos Centrais como credores de última instância (*lender of last resort*). Neste contexto, cresce a importância dos investidores institucionais (fundos de aposentadorias e pensões, companhias de seguros, etc) - agentes voltados para aplicações de longo prazo - na definição dos contornos da dinâmica financeira.²⁸

²⁶ A tarefa de tornar líquidos os ativos, concentrar e canalizar recursos para a capitalização das empresas, do comércio, etc., no contexto internacional recente, além do intenso desenvolvimento dos mercados secundários para garantir liquidez aos títulos de longo prazo, vem sendo desempenhada, também, pelos instrumentos de seguro contra riscos de variações nas taxas de juros e de câmbio e pela introdução de taxas de juros flutuantes nas operações ativas do sistema bancário. Cf. BAER, 1990, p. 70: "Em função destas flutuações (das taxas de câmbio e de juros), a dinâmica nos mercados de capitais vem associada a uma intensa utilização de mecanismos que visam essencialmente o encurtamento do prazo e a cobertura de risco. Isso faz com que a dinâmica nos mercados de capitais se aproxime cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários."

²⁷ MINSKY (1986, p. 233-234) indica a existência de três padrões de financiamento: o *hedged* ocorre quando uma empresa espera fazer face ao serviço de sua dívida apenas com a receita de suas vendas; o *speculative*, quando a parcela de juros do financiamento de um investimento é integralmente paga pelas receitas correntes da empresa, mas toda ou parte da amortização tem que ser renegociada periodicamente junto ao mercado financeiro; e o *Ponzi*, quando nem mesmo os juros podem ser integralmente pagos com as receitas correntes da empresa.

²⁸ Para alguns autores, as inovações financeiras, a partir dos investidores institucionais, ao diversificarem as formas de detenção da riqueza, poderiam garantir a estabilidade dos sistemas produtivos e financeiros. Deste

Resumindo, "com a aceleração das inovações financeiras, nos anos 60 e 70, tornou-se claro que há uma diversidade de tipos de moeda, e que *a natureza da moeda relevante se transforma com o desenvolvimento das instituições.*" E mais: "(...) o que é moeda é determinado pelo movimento da economia e geralmente há uma hierarquia de moedas, com instrumentos monetários específicos para diferentes propósitos." (MINSKY, 1986, p. 226-228) Isto é, os mercados financeiros passaram a emitir diferentes tipos de moedas: "qualquer um pode criar moeda; o problema é fazer com que seja aceita." (MINSKY, 1986, p. 228) Ademais, devemos ressaltar que a circulação destas moedas no interior dos sistemas terminaram por criar um dinheiro propriamente financeiro, que se valoriza a si mesmo e "não tem limite algum, salvo a credibilidade e o poder do sistema financeiro ante a si mesmo e ante as autoridades monetárias". (TAVARES, 1983, p. 131)

Como este desenvolvimento institucional se refletiu nas características fundamentais da moeda? Qual é o impacto no financiamento - nos fundos *finance* e *funding* - da crescente transferência das contas monetárias para as contas financeiras e da transformação das instituições bancárias e não-bancárias em instituições financeiras universais?

O fato essencial é que a nova realidade institucional dos mercados financeiros contemporâneos criou a figura das quase-moedas ou das quase-poupanças, que se proliferam no interior dos sistemas. A preferência pela liquidez deve, então, ser ampliada para abarcar outros ativos líquidos que contêm algum seguro contra a corrosão inflacionária, a flutuação nas taxas de juros e de câmbio, etc.

Do ponto de vista dos bancos, a emergência de novos instrumentos financeiros significou passar a privilegiar a administração do seu passivo, ao contrário do comportamento dominante até meados dos anos 60, quando

modo, a gestão dos fundos institucionais induz a uma rediscussão sobre os padrões de poupança. Cf. AGLIETTA, 1990, p. 142-143.

basicamente selecionavam as carteiras de ativos (empréstimos e investimentos). "De um sistema, em que o foco principal dos intermediários financeiros estava centrado em seu ATIVO, evoluímos para um outro, em que a batalha mais importante é muitas vezes ganhar no lado do PASSIVO. O preço da liquidez para as instituições financeiras nunca foi tão elevado." (MENDONÇA DE BARROS 1990, p. 23)²⁹

Assim sendo, à medida que se reduz a participação relativa de M-1 na maioria das economias capitalistas e as empresas emitem títulos de dívida direta, o estoque de riqueza (poupança agregada, M-3), mantida sob a forma de ativos financeiros remunerados e líquidos, passa a delimitar a disponibilidade de crédito na economia. Enfim, as inovações financeiras e o surgimento de novos agentes relevantes, como os investidores institucionais, alteram o significado e os impactos da poupança financeira nos processos de reestruturação produtiva e patrimonial. Segundo Braga: "No processo de *financeirização* da riqueza capitalista há um entrelaçamento complexo entre moeda, crédito e patrimônio: (...) A defesa da riqueza, do patrimônio, faz-se nas operações da macroestrutura financeira, que também vai alterando as formas de crédito, inclusive reduzindo a separação nítida entre os mercados de crédito e de capitais." (BRAGA, 1991, p. 18, grifo no original)

Indubitavelmente não se trata da clássica discussão liberal sobre a parcimônia da sociedade, isto é, a idéia de que se deve poupar mais individualmente, para investir e crescer mais no futuro, mas de que as transformações e as inovações financeiras recentes conformaram uma outra institucionalidade monetária e financeira, de certa forma antevista pelo próprio Keynes: "Antigamente poderia ter sido mais fácil do que hoje distinguir depósitos à vista de depósitos a prazo. (...) Em alguns países tal distinção ainda tem

²⁹ No mesmo sentido, CHICK (1986, p. 111-126) apresenta cinco estágios (padrões) de desenvolvimento do sistema bancário, sendo que no último (iniciado na primeira metade da década de 70) os bancos passam a desempenhar a "administração de passivos" (*liability management*): "a solvência e não a liquidez, é a questão hoje.

considerável validade. Porém, na Grã-Bretanha o *Bank Act* de 1844 extinguiu as notas bancárias e ofuscou a diferença entre os depósitos." (KEYNES, 1971, p. 193)

A relação de causalidade do investimento para a poupança, apontada por Keynes, continua válida sob qualquer hipótese. Todavia, a antecipação de poder de compra para a realização dos gastos em bens de investimento passa, cada vez mais, a ser efetuada não na órbita monetário-creditícia, mas na órbita financeiro-creditícia, onde prevalece a acumulação de riqueza pretérita sob diferentes níveis de rentabilidade, risco e liquidez. Neste sentido, podemos identificar uma mudança na *natureza da moeda*, ou seja, uma crescente fusão entre a moeda e a poupança (financeira), renda pretérita acumulada.

Os novos *fluxos* de dívida - novos títulos de dívida primária descontáveis no sistema financeiro - para a manutenção da produção, do consumo e do investimento, neste último caso referente ao fundo *finance*, não se diferenciam do *estoque* de riqueza acumulada e líquida - do "dinheiro financeiro" -, que circula no interior do sistema bancário e financeiro.³⁰

Se o aprisionamento de montantes crescentes de liquidez financeira restringe ou não a liquidez necessária à circulação produtiva e ao financiamento do investimento, impedindo a criação de riqueza futura, depende do confronto das taxas atuais e prospectivas de lucratividade do capital produtivo (eficiência marginal do capital fixo) e das taxas de juros (valorização do capital financeiro) e não pode ser decidido *a priori*. Quando as expectativas de variação nas taxas de juros são maiores que as do capital produtivo, temos, com certeza, uma situação de iliquidez para o setor real da economia, e vice-versa. Genericamente, o que podemos afirmar é que um aumento da oferta de ativos financeiros de curto prazo

³⁰ MENDONÇA DE BARROS, 1990, p. 51-52: "(...) a segmentação clássica dos mercados, seja ao nível das instituições financeiras, seja ao nível dos contratos, praticamente desapareceu. O próprio conceito de MOEDA, matéria-prima básica destes mercados, vem perdendo progressivamente sua clareza, deixando inclusive um grande vazio teórico pela frente. É um dos exemplos mais claros do descompasso entre teoria e evolução do arcabouço institucional em que ela é operada."

com elevado grau de liquidez, as quase-moedas, torna mais complexa a regulação monetária por parte dos Bancos Centrais, e mais difícil a monitoração da política monetária como um sinalizador dos investimentos (variação nas taxas de juros).

Boissieu (1985, p. 339), no entanto, parece sugerir que a complexidade dos sistemas contemporâneos de crédito, com as notáveis emissões de títulos de dívida direta, poderia ser melhor apreendida, introduzindo-se a clivagem entre "economia de endividamento" e "economia de mercados financeiros" (ou, mais precisamente, de mercados de capitais).³¹ Postula que, numa economia de endividamento, o sentido de causalidade (entre a poupança e o investimento) parte do crédito, ou seja, os bancos concederiam empréstimos de acordo com critérios de lucratividade e risco, sem disporem previamente dos recursos necessários. Numa economia de mercados financeiros prevaleceria a causalidade inversa, pois os bancos somente concederiam novos créditos se dispusessem de um excesso de dinheiro em caixa, retomando, assim, a questão básica da teoria da repressão financeira, qual seja, a expansão do crédito ocorreria a partir da poupança previamente acumulada.

Do nosso ponto de vista, este raciocínio apóia-se em dois anacronismos. O primeiro refere-se ao fato de que a expansão das instituições não-monetárias, sem acesso direto a fontes de financiamento do Banco Central (taxas de redesconto), implicaria um comportamento mais conservador das instituições financeiras, vale dizer, avançariam poder de compra apenas a partir de suas reservas internas. Esquece, porém, que a necessidade de impedir a falência do sistema como um todo, o exercício da função de *lender of last resort*, envolve a

³¹ A noção de "economia de endividamento" está associada à revista *Business Week* que publicou, entre 1972 e 1979, alguns artigos enfatizando o crescimento exponencial das dívidas nos EUA ("*The debt economy*"). A distinção entre esta e a "economia de mercados financeiros" foi sugerida por Hicks, em 1974: "seria útil pensar a questão da liquidez como dividida em dois setores, um que se apóia na posse real de ativos líquidos (poupança) e outro que é sustentado principalmente pelo poder de empréstimo assegurado (ou aparentemente assegurado), pelos bancos (crédito). Chamaremos esses setores de *auto-sector* e *overdraft sector*". Cf. HICKS, 1987, p. 42.

sustentação dos diversos setores insolventes (MINSKY, 1986, p. 250-253). O segundo refere-se à fonte predominante das moedas nos mercados de capitais, as rendas pretéritas acumuladas. Ignora, no entanto, que estas "poupanças financeiras" podem alavancar uma quantidade imensa de moedas privadas, amplificando a liquidez da economia.

É esta concepção estreita das moedas contemporâneas que se encontra por trás da seguinte argumentação sobre o fundo *finance*: "Como é criado este fundo rotativo? Keynes afirma que ele "pode ser fornecido tanto por novas emissões de ações como pelos bancos, o que não faz nenhuma diferença". Isto é bastante surpreendente, pois a maneira pela qual o fundo rotativo é criado tem claras conseqüências sobre o nível e a estrutura das taxas de juros (possíveis efeitos de *crowding out*, etc). Por outro lado, se o *finance* é satisfeito através da emissão de títulos de dívida direta (bônus) comprados por agentes não-financeiros, isto significa que ele se apóia numa *poupança previamente existente*. A única maneira de romper a ligação entre o *finance* e a poupança consiste na interpretação do *finance* em termos de créditos bancários adicionais numa economia de endividamento em expansão". (BOISSIEU, 1985, p. 341, grifos no original)

De modo geral, a afirmação está correta em si mesma, mas não alcança o âmago da questão. As emissões de dívida direta nos mercados de capitais podem ser realmente lastreadas em renda acumulada líquida, circulando na esfera financeira. Entretanto, o fato mais relevante é que esta riqueza pretérita (poupança financeira) permite assegurar a função de instrumento geral e ampliado do crédito. Vale dizer, permite que o crédito cresça muito além do produto. Torna-se, então, um exercício bizantino discutir o que é moeda ou o que é poupança na dinâmica hodierna dos sistemas financeiros.

Com relação aos possíveis impactos na estrutura e no nível das taxas de juros, um dos sinais mais explícitos desta nova dinâmica do crédito bancário talvez possa ser identificado na crescente elevação do patamar das taxas de juros, nos principais mercados financeiros, entre 1960 e 1990. O seu efeito, no entanto,

pode ser desconsiderado, pois não são os níveis absolutos das taxas que inviabilizam os investimentos em bens de capital fixo, e sim a sua instabilidade (TAVARES & BELLUZZO, 1986, p. 37).

Permanecendo coerente com a concepção de moeda creditícia endógena, Keynes não distinguia a demanda por moeda da demanda por crédito, já que o crédito era alavancado predominantemente no mercado monetário. Atualmente, com o avanço do crédito a partir do mercado financeiro podemos afirmar que tornam-se indistintas a demanda de moeda e a demanda de poupança (ativos financeiros).

Não devemos cair na armadilha já anunciada por Keynes, no *"Treatise on Money"*: "Essa função dual dos bancos (recebimento de depósitos à vista e a prazo) é a chave para muitas dificuldades na moderna teoria da moeda e do crédito e fonte de sérias confusões." (KEYNES, 1971, p. 191) Para ele, de um lado, os depósitos à vista nos bancos comerciais proveriam de moeda de seus depositantes e, através do sistema de reservas fracionadas, de recursos adicionais dos tomadores de empréstimos. Os bancos criariam, então, moeda, operando como uma câmara de compensação e transferindo ordens de pagamentos entre os clientes. Neste caso, estaríamos diante do mecanismo bancário segundo o qual os "empréstimos criariam depósitos". De outro lado, com os depósitos a prazo, atuariam meramente como intermediários nos empréstimos de capital. Receberiam depósitos a prazo do público e os empregariam em investimentos financeiros ou na produção. Aqui, seriam os "depósitos que possibilitariam os empréstimos". Assim, o pensamento keynesiano inclui a hipótese de que não são apenas os depósitos à vista que originam passivos monetizados, nos bancos comerciais, para fins de operacionalização do sistema de crédito.

Concluindo, a noção abrangente e hodierna da criação creditícia, a partir da nova dinâmica dos mercados financeiros com passivos remunerados, não é incompatível com o pensamento keynesiano, como parece sugerir Boissieu ao estabelecer a clivagem entre economia de endividamento e economia de mercados

financeiros. A questão precípua é que estamos assistindo a uma transição de um sistema monetário-creditício para um sistema financeiro-creditício. Isto é, a alavancagem de crédito ocorre cada vez menos no mercado monetário (M-1) e cada vez mais no mercado financeiro (M-3). Noutras palavras, tanto o *finance* como o *funding* passam a originar-se no M-3, qual seja, na poupança financeira agregada (renda acumulada). Porém, "(...) o problema econômico a ser tratado é o da evolução e não o da gênese (da moeda)." (MINSKY, 1985, p. 319) Pouco importa a origem da moeda, se das instituições bancárias ou das não-bancárias, se dos depósitos à vista ou dos depósitos remunerados. O essencial é a capacidade de um sofisticado sistema bancário e financeiro realizar plenamente os contratos, isto é, garantir o funcionamento do sistema de pagamento e de crédito e, por conseguinte, permitir o crescimento econômico ao longo do tempo.

Neste sentido, a preocupação última de McKinnon em acelerar o aprofundamento financeiro (aumentar a relação entre M-2 e o produto interno bruto) em si, está de acordo com os princípios reinantes nos mercados financeiros contemporâneos. Com o postulado de que o crescimento da poupança financeira garante por si só o incremento da poupança real ou macroeconômica e, portanto, do investimento produtivo, podemos afirmar, com o perdão do prosaico, que "ele atirou no que viu e acertou o que não viu". Ou seja, a liberalização financeira, ao permitir a proliferação de ativos financeiros, com diferentes estruturas de prazo e remuneração, pode multiplicar a capacidade de alavancagem de crédito da economia. Porém, a discussão acima sobre a natureza das moedas sinaliza a necessidade de se reduzirem a instabilidade e a incerteza. Caso contrário, aprisionar-se-ia essa massa monetária nos circuitos das quase-moedas e da especulação financeira, sem qualquer impacto sobre o setor real. O *laissez-faire* das taxas de juros, se capaz de expandir os ativos financeiros, é incapaz, por si só, de promover a retomada do investimento.

Para que o aprofundamento financeiro amplifique a taxa de investimento, é necessário, além da disponibilidade de recursos por meio da prontidão dos

bancos em ampliar a oferta de crédito, que os tomadores potenciais (os empresários produtivos) demandem efetivamente novos recursos. Por sua vez, isso requer a existência de expectativas de lucro favoráveis. Noutras palavras, a expansão do M-3, com a proliferação de instrumentos financeiros, oportunidades de arbitragens e transações fictícias, *per se*, não induz a um aumento do crédito e dos investimentos, como proclama a teoria da repressão financeira, pois há incerteza acerca do futuro.

Concluimos, portanto, que "embora um maior volume de crédito bancário seja provavelmente um *sine qua non* de um aumento do emprego, um programa de investimentos domésticos capaz de absorver esta elevação é um *sine qua non* de uma expansão creditícia segura." (KEYNES, 1978, p. 25)

Discutiremos, a seguir, os axiomas da teoria da repressão financeira de McKinnon e Shaw, no contexto latino-americano: a defesa da liberalização, interna e externa, como única forma de se alcançar o chamado aprofundamento financeiro, sem considerar as especificidades estruturais das economias periféricas e tardiamente industrializadas (ou semi-industrializadas); e a natureza crônica da inflação que dificulta a efetivação de contratos, instituição básica de um mundo dominado pela incerteza. Procuraremos mostrar que a questão é mais complexa do que simplesmente identificar a repressão dos mercados de capitais, ou seja, não se trata de políticas públicas restritivas aos mercados financeiros, mas de monitoramento da moeda e do crédito em condições de incerteza muito elevada.

3 AS ESPECIFICIDADES DO PADRÃO DE FINANCIAMENTO LATINO-AMERICANO: CONTRATOS FINANCEIROS EM CONDIÇÕES INFLACIONÁRIAS

Keynes definia as economias capitalistas como "economias monetárias de produção", pois a condição básica de seu funcionamento é a existência de uma malha de contratos fixados em termos monetários: "(...) o dinheiro se coloca, num amplo campo, entre o ativo real e o proprietário da riqueza. O proprietário efetivo do ativo real financiou-se mediante empréstimo do proprietário real da riqueza. Além disso, é em grande parte por intermédio do sistema bancário que isto foi arranjado. Em outras palavras, os bancos interpuseram, por uma consideração, sua garantia, permanecendo como o real fornecedor e o real tomador do empréstimo. Deram sua garantia ao prestador de fato; e sua garantia só é boa se o valor monetário do ativo pertencente ao real tomador do empréstimo valer o dinheiro que por ele foi entregue."³² (KEYNES, 1978, p. 47)

Toda e qualquer transação no mercado capitalista tem como representação um contrato que corresponde a uma responsabilidade futura entre as partes envolvidas e, exatamente, porque "(...) o dinheiro é simplesmente aquilo que o Estado, de tempos em tempos, declara ser um bom instrumento legal para saldar contratos em dinheiro" (KEYNES, 1978, p. 7), o capitalismo presume um padrão de medida de valor e de fixação dos contratos com uma certa estabilidade. Estabilidade sujeita a rupturas temporárias e reversíveis, pois fundada exclusivamente na confiança, a partir de convenções e crenças, com capacidade de orientar o comportamento racional e calculador dos agentes no mercado.

Neste sentido, arranjos institucionais que possibilitem a emissão de títulos de longo prazo (recursos disponíveis para o processo de consolidação do

³² Enfim, "(...) a moeda, considerada em seus atributos mais significativos, é sobretudo *um processo sutil de ligar o presente ao futuro*, e sem ela nem sequer poderíamos iniciar o estudo dos efeitos das expectativas mutáveis sobre as atividades correntes." KEYNES, 1985, p. 204. (Grifos MAMC).

investimento produtivo - *funding*), que depende de expectativas de taxas de juros positivas engendradas no interior do sistema financeiro, passam a desempenhar um papel fundamental, à medida que contrarrestam a incerteza relativa ao financiamento de posições de longo prazo e reduzem o risco de instabilidades financeiras que poderiam abortar o processo de crescimento. Em condições de relativa estabilidade de preços ou de "ilusão de moeda estável", diminui o prêmio exigido pelos aplicadores pelo risco de mercado (risco de desvalorização do ativo) inerente a estes títulos. Segundo Davidson: "A instituição dos contratos a prazo, por meio de resgates e pagamentos no futuro, é que permite aos agentes atuarem e controlarem os efeitos de um futuro incerto. O contrato a longo prazo é a maneira como uma economia de livre-mercado, num mundo incerto, funda controles institucionais de preços e salários, ao longo do tempo. Em tal mundo as âncoras contratuais sobre os eventos futuros são condições necessárias para estimular os empresários a executarem atividades econômicas numa economia de mercado." (DAVIDSON, 1989, p. 17)

Em economias com tensões inflacionárias renitentes o efeito das expectativas de variação dos preços é o de impossibilitar os contratos e/ou reduzir a amplitude e os prazos dos mesmos, pois a incerteza sobre o poder de compra da moeda se amplia brutalmente (CARVALHO, 1992, p. 209). Os mercados somente operam no curto prazo, onde os custos e rendimentos são mais previsíveis por parte dos agentes e, ademais, podem renegociar em menores lapsos de tempo as condições estipuladas nos contratos. Na verdade, temos aqui uma "falácia de composição": cada unidade acredita que terá menores riscos operando no curto prazo, contudo, esses comportamentos individuais provocar por si mesmos uma maior fragilidade do conjunto do sistema, à medida que cresce o número de empresas que precisam constantemente refinarçar seus passivos e ativos.

Do nosso ponto de vista, esta é a questão fundamental com relação à atrofia do sistema financeiro dos países em desenvolvimento: com a persistência

de elevadas taxas de inflação e "na ausência de mecanismos formais de indexação os mercados financeiros nacionais não se desenvolvem. Quando muito é o governo que assume a função de ofertante de créditos (...). O mercado restringe-se às operações de curtíssimo prazo do mercado monetário, e praticamente inexistente o mercado de capitais." (MENDONÇA DE BARROS, 1993, grifos MAMC)

Então, trata-se de introduzir mecanismos de defesa do valor real do contrato através de uma cláusula de variação do seu valor de face em função de algum referencial externo. A indexação, com base na variação de um índice de preços, dos valores de títulos emitidos pelo sistema financeiro e dos contratos de financiamento, constitui uma maneira de regularizar os contratos de débito e crédito e viabilizar o desenvolvimento da intermediação financeira, inclusive da própria dívida pública.³³

Sumariamente: em situações que apresentam pressões inflacionárias pertinazes, a tendência dos detentores de riqueza é reduzir os prazos de suas aplicações financeiras diante das incertezas quanto à evolução dos preços. Configura-se, assim, um problema central de algumas economias em desenvolvimento, ignorado pelos teóricos da "repressão financeira": como a demanda por ativos líquidos é elevada, a capacidade do sistema financeiro tanto de fornecer crédito de curto prazo, quanto de monitorar o funcionamento contínuo dos mercados de títulos de longo prazo fica limitada.

O insuficiente desenvolvimento dos sistemas financeiros latino-americanos no que concerne ao volume, aos prazos e às condições de crédito de médio e longo prazo não deriva estritamente da "repressão", mas da instabilidade

³³ Mesmo com um sistema geral de indexação que viabilize os contratos a prazo em uma economia inflacionária, não se eliminam todos os riscos. Em face da desvalorização da moeda permanece o risco de: i) que os índices fixados pelo governo não acompanhem o índice de inflação, implicando uma redução dos prazos dos contratos, como mecanismo de proteção; ii) que o preço/rendimento dos ativos não acompanhe o índice arbitrado, este é tanto maior quanto maior a inflação, quando se amplia a possibilidade de dispersão de preços e rendimentos. Cf. BELLUZZO & ALMEIDA, 1992, p. 25-31.

e da incerteza, extremamente elevadas, bem como da falta de confiança dos poupadores e dos investidores. As taxas de juros negativas decorrem da instabilidade macroeconômica, especificamente, da aceleração inflacionária, e não das políticas públicas de promoção do crescimento. Trata-se, na verdade, de um constrangimento estrutural à plena constituição da intermediação financeira.³⁴

Este constitui um dos equívocos fundamentais da teoria da "repressão financeira": os mecanismos de capitalização financeira e de endividamento supõem não a existência de "poupanças prévias", mas de uma institucionalidade financeira e monetária capaz de proliferar títulos de toda espécie, com diferentes graus de rentabilidade, risco e liquidez. Vale dizer, a compreensão keynesiana da dinâmica financeira permite-nos afirmar que os problemas do subdesenvolvimento decorrem da ausência de mecanismos de financiamento e da impossibilidade de se diferir no tempo o gasto da renda pretérita acumulada, bem como de canalizar esses recursos para projetos de investimento, e não de simples restrições públicas.

Dado este constrangimento, os mercados financeiros privados na América Latina nunca geraram um fluxo de capital suficiente para apoiar uma taxa significativa de investimento nas atividades produtivas. Então, como criar instrumentos e instituições capazes de financiar o investimento, a produção e o consumo? Como canalizar fundos de capital (lucros retidos, recursos acumulados pelas famílias, etc) para estas instituições? Como induzir o setor financeiro privado, tradicionalmente operando no curto prazo, a participar de linhas de financiamento ao sistema produtivo, além dos créditos de liquidez? Enfim, como montar o aparelho de financiamento da economia?

Desta forma, não se trata de reorientar os recursos e instituições existentes, como querem os teóricos da "repressão financeira", mas de

³⁴ É evidente que a rigidez institucional, particularmente os tetos às taxas de juros, num contexto de aceleração inflacionária, inibe a criação e a diversificação de instrumentos de mobilização financeira e de títulos de dívida. Todavia, o que queremos destacar é que isto não decorre exclusivamente da intervenção estatal. Geralmente esta ocorre porque aqueles não funcionam, portanto, o sentido da causalidade tem de ser invertido.

desenvolver novas formas de criação de crédito e de intermediação financeira. Nas palavras de Baer (1993, p. 37): "não é o sistema financeiro o responsável pela adequada alocação dos recursos de uma economia. Esta alocação é, *a priori*, determinada pelas decisões de investimento, a partir das quais se estabelece a demanda por recursos ao mercado financeiro, seja de *finance* ou de *funding*. A responsabilidade do sistema financeiro consiste na sua capacidade de satisfazer adequadamente as demandas de financiamento. Isto é, fornecer créditos de curto prazo e criar condições para que os detentores de riqueza estejam dispostos a diferir seu poder de compra no tempo e pôr seus recursos à disposição das unidades econômicas transitoriamente deficitárias em seus fluxos de caixa." E mais: "Ainda que os agentes financeiros não sejam os responsáveis pela alocação dos recursos, (...) eles podem frustrar as decisões ao não cumprirem com suas necessidades de financiamento. É nesta capacidade unilateral de negar a oferta de crédito que consiste o poder e profundo impacto que os bancos podem exercer sobre o processo de acumulação." Em suma, não se poderia esperar que coubesse ao setor financeiro a responsabilidade de promover a correção das características intrínsecas de um determinado padrão de desenvolvimento, nem a realocação dos recursos em determinada direção e tampouco o aumento da taxa de investimento.

Nessas condições, o controle do sistema de financiamento pelo Estado, viabilizando disponibilidades de recursos para o investimento produtivo, é decisivo. Uma orientação pública rigorosa e eficaz, devidamente coordenada e centralizada, se faz necessária tanto na maior participação das instituições financeiras públicas na captação, oferta e canalização dos recursos financeiros para setores e empresas prioritários, quanto na integração dos intermediários financeiros privados com a estratégia explícita de desenvolvimento. Vale dizer, "a experiência parece ensinar que, exceto quando são expressamente criadas instituições financeiras "desenvolvimentistas" sob controle do setor público, dificilmente um país pode resolver os problemas de transferência intersetorial (ou espacial) de recursos para os setores mais atrasados ou para novos setores ou

regiões, através do desenvolvimento espontâneo de seus intermediários financeiros." (CEPAL, 1976, p. 109)

Esta problemática estava colocada no período inicial do processo de industrialização por substituição de importações. As dificuldades na mobilização de recursos para os financiamentos público e privado não foram acompanhadas por modificações importantes na estrutura financeira interna. Faltou capacidade política para institucionalizar a captação e a transferência de recursos privados na quantidade e forma convenientes ao financiamento do processo de industrialização, bem como para estabelecer novas formas de arrecadação fiscal e para-fiscal que substituíssem as tradicionais e as vinculadas aos excedentes do setor exportador.³⁵ Em suma, tanto o setor privado quanto o setor público não dispunham de instrumentos financeiros e fiscais para cobrir os programas de expansão do capital produtivo.

A solução pragmática encaminhada pela CEPAL e pelas políticas econômicas da maioria dos países da América Latina foi a entrada de capitais externos, na forma de investimentos de risco ou endividamento com instituições oficiais e/ou privadas, e a criação dos bancos estatais de desenvolvimento para financiar os projetos de investimentos em setores novos e estratégicos, à margem da intermediação financeira. Ademais, o setor público foi obrigado a mobilizar recursos via políticas cambiais, subsídios cambiais para a importação de bens intermediários e de capital, proteção tarifária que garantia elevadas margens de autofinanciamento às empresas privadas substitutivas de importações e

³⁵ Num trabalho de 1956, afirma corretamente KALDOR (1971, p. 541): "uma impressão geral é que os obstáculos a um adequado desenvolvimento não são naturais, técnicos ou econômicos, mas essencialmente políticos." Ou seja, a mobilização de recursos para potencializar o desenvolvimento econômico da América Latina dependeria de mudanças sociais e políticas, capazes de alterar as estruturas de propriedade, renda e consumo. Nas palavras de FURTADO (1992): "Para escapar deste estilo de desenvolvimento seria necessário (...) congelar importantes segmentos da demanda de bens finais de consumo e intensificar consideravelmente a acumulação no sistema produtivo. Vale dizer, pôr em andamento um processo político que, pela magnitude dos interesses que contraria, somente se produz no quadro de uma convulsão social. Restava, como linha de facilidade, continuar apoiando-se na modernização, por conseguinte reproduzindo o subdesenvolvimento."

mecanismos de poupança forçada representados pela inflação e pelos depósitos compulsórios, etc. A expansão do capitalismo na América Latina ocorreria, então, através das linhas de menor resistência, consolidando um padrão de desenvolvimento que nunca logrou solucionar de forma permanente o problema do financiamento a longo prazo.

Merece alguns comentários adicionais o fato de que dentro de certos limites os governos puderam manipular as taxas de inflação como um instrumento a mais de financiamento, à medida que propiciavam transferências intersetoriais de recursos através das modificações bruscas nos preços relativos dos principais bens e serviços. "Deste modo, a maior parte dos países começou a utilizar a expansão inflacionária como meio de equilibrar a pressão simultânea dos setores público e privado sobre o sistema financeiro. Em alguns casos, e por períodos mais ou menos curtos, de acordo com as características de cada país, este se transformou num efetivo mecanismo de poupança forçada que sancionava *a posteriori* as decisões de investimento nos setores com maiores possibilidades, mas que, com o tempo perdeu por completo sua eficácia." (CEPAL, 1976, p. 128) A deterioração da funcionalidade da inflação como mecanismo de transferência de recursos intersetoriais decorre de que a persistência do processo inflacionário institui reações defensivas mais rápidas dos diversos agentes econômicos, conformando um sistema de preços extremamente ágil nos mecanismos de propagação.

Em síntese, na ausência de um mercado de capitais ativo³⁶ e de um sistema privado de bancos solidários com o processo de industrialização, bem como devido às limitações tributárias, o Estado foi obrigado a utilizar a política cambial e creditícia, as transferências inflacionárias e a atração do investimento e do endividamento externo. Através dos fundos, programas e agências financeiras estatais, conseguiu, em alguns casos, aglutinar e aportar as massas de recursos

³⁶ Sobre a função ativa do sistema financeiro e/ou a passiva do Estado como condutores do processo de monopolização do capital, ver TAVARES, 1983, p. 109-111.

financeiros necessários aos projetos de grande escala e longos prazos de maturação, sobretudo os relacionados com a implantação da infra-estrutura econômica e social e da industrialização pesada.

3. 1 O Monitoramento do *Finance* e do *Funding* em Condições de Inflação Crônica

O movimento que identificamos nos sistemas financeiros dos principais países desenvolvidos, notadamente nos anglo-americanos, em direção a ativos remunerados e líquidos, à primeira vista pode parecer muito semelhante à desmonetização característica das economias latino-americanas: a moeda corrente perde progressivamente a função de reserva de valor. Mas, se os sistemas financeiros internacionais têm os seus recursos (inovações em instrumentos e instituições), os latino-americanos têm os seus limites. Senão, vejamos.

A dinâmica específica dos mercados monetário-financeiros latino-americanos, com acentuado grau de desmonetização, está basicamente associada, como mostramos acima, ao patamar inflacionário e à desconfiança no padrão monetário. A redução extremamente acentuada no percentual de M-1, na verdade, significa uma ruptura das funções monetárias, e o aumento das quase-moedas corresponde à introdução das "moedas indexadas", isto é, o "dinheiro financeiro" passa a ser corrigido por um índice geral de preços ou expresso em uma moeda estrangeira. Nas palavras de Mendonça de Barros (1993, p. 2): "A defesa que se busca, ao permitir uma cláusula de variação do valor de face do contrato em função de algum referencial externo, é em relação a seu valor real. Em uma conjuntura de inflação crônica, a questão relevante é o poder de compra da moeda associada aos contratos financeiros no prazo de sua validade." Esta situação é muito diversa das quase-moedas dos países desenvolvidos, onde no máximo ocorreu a introdução de taxas de juros flutuantes, ou seja, são repactuadas a cada rodada de negociações.

Em processos inflacionários crônicos, a moeda - instrumento geral dos contratos, de troca e de avaliação da riqueza privada - deixa de exercer a função de padrão adequado de referência dos preços e de reserva de valor. "A 'desmonetização' é a contrapartida da fuga do dinheiro, já que os agentes privados não mais vêem nele um ativo dotado da propriedade de representar um valor pela sua simples posse. No limite, a demanda de moeda inativa (os motivos precaução e especulação da tríade keynesiana) baixa a zero, o que significa a destruição do dinheiro do rol dos ativos e a incapacidade total de gestão monetária e regulação da taxa de juros pelo Estado." (BELLUZZO & ALMEIDA, 1990, p. 65) Este caso limite pode ser observado na segunda metade da década de 80, em todos os países do Cone Sul: o percentual de M-1/PIB permaneceu em torno de 7% na Argentina, 6% no Chile e 8% no Uruguai. A relação dos depósitos à vista nos bancos comerciais com o PIB flutuou em torno de 2% na Argentina, 3% no Chile e no Uruguai. A substituição da moeda corrente por um outro ativo indexado (Chile) ou por uma moeda estrangeira (Uruguai) corresponde à busca de proteção e de referência para a riqueza (ver tabelas de 3 a 7).

A impossibilidade dos agentes econômicos de procederem às antecipações com um mínimo grau de certeza converge as decisões de acumulação financeira para a "moeda indexada". As quase-moedas vão concentrando todos os saldos monetários, poupanças e riquezas financeiras, englobando a maioria dos agentes, tanto indivíduos, quanto produtores, investidores institucionais, rentistas e especuladores. Assim, as quase-moedas tendem a arrebatar crescentemente a riqueza financeira, inclusive daqueles agentes cuja estrutura de recursos comportaria aplicações de risco ou a prazos mais extensos. Tudo isto dificulta em muito a restauração de outras dimensões dos mercados financeiros e a

recuperação dos padrões de avaliação e risco da posse dos diferentes tipos de ativos.³⁷

Como o risco de perda patrimonial, por movimentos imprevistos nos preços, nas taxas de juros e de câmbio, desaconselha as aplicações de médio e longo prazo, os ativos financeiros indexados tendem, então, a concentrar as decisões quanto à posse da riqueza, determinando o desvio de recursos do investimento e da produção.

Enfim, ocorre um deslocamento praticamente total da demanda por moeda - para transações, precaução ou especulação - para a moeda indexada de curtíssimo prazo como mecanismo de proteção e liquidez. Preservar a liquidez para antecipar possíveis alterações no quadro financeiro é a estratégia básica dos agentes, pois a formação de posições com retorno a longo prazo pode causar perdas irreversíveis, dada a instabilidade da economia. Neste contexto, as quase-moedas, sobretudo na forma da "moeda indexada", passam a constituir a única forma de proteção do valor da riqueza financeira, tornando praticamente impossível a livre movimentação tanto do *finance* quanto do *funding*, pelos bancos e demais instituições financeiras. Aliás, estas últimas tampouco se expandem (ver tabela 8).

Em princípio, o *finance* poderia ser alavancado a partir da liquidez financeira acumulada nas aplicações indexadas. Isso não ocorre porque, dado o elevado grau de incerteza, a preferência pela liquidez permanece quase absoluta.³⁸

³⁷ Esperamos ter demonstrado acima que o sistema financeiro condiciona de duas formas a valorização da riqueza e as avaliações patrimoniais: de um lado, fornece sinais relevantes para a antecipação dos rendimentos futuros dos diferentes ativos; de outro, como a formação de posições ativas pressupõe o seu financiamento, são cruciais as condições de custos, prazos e acesso a recursos definidos no sistema bancário e no mercado de capitais.

³⁸ É evidente que os bancos podem avançar linhas de crédito de curto prazo, quando existem demandas (geralmente associadas à manutenção do fluxo produtivo), mesmo com seus passivos concentrados no curtíssimo prazo. Entretanto, o que queremos ressaltar é que as expectativas pessimistas quanto ao futuro levam à redução da eficiência marginal do capital e, conseqüentemente, do investimento. Em outras palavras, em regime de alta inflação e elevada incerteza, a riqueza permanece concentrada em ativos financeiros líquidos ou de risco. Sendo assim, uma emissão forçada - por decisão de política econômica - de *finance* pode não se

E o *funding* inexistente, porque é difícil de se prever o rendimento esperado em períodos mais longos. Portanto, não se desenvolvem mecanismos institucionais capazes de promover o deslocamento destes saldos monetários - liquidez financeira - para a circulação industrial ou produtiva, através das forças de mercado, e muito menos pela simples desregulamentação dos mercados financeiros. A moeda inativa (financeira) não se transforma em meio de financiamento e instrumento de circulação da renda. Neste contexto, as políticas seletivas de crédito correspondem a arranjos institucionais criados exatamente para cobrir a inexistência de fontes privadas de financiamento de médio e longo prazo.

Em síntese, a volatilidade dos sistemas financeiros das economias em desenvolvimento revela, mais uma vez, que o problema é menos de carência de poupança e mais de inexistência de mecanismos seletivos e confiáveis de direcionamento dos recursos financeiros. Assim, distintamente da prescrição feita inicialmente pela teoria da repressão financeira acreditamos que "(...) quando a inflação é alta, taxas de juros reais precisam ser aumentadas, mas não através dos seus valores nominais e sim reduzindo a inflação."³⁹ (AKYUZ & KOTTE, 1991, p. 6)

direcionar ao investimento produtivo, ou mais precisamente, deve se deslocar para o circuito de valorização financeira (da moeda indexada). Nestas condições inexistem mecanismos, financeiros e reais, que possibilitem à liquidez financeira ampliar o investimento e, portanto, o emprego.

³⁹ Isto implica afirmar que a convenção de preços estáveis necessária para manter o sistema de contratos monetários, depende do combate à inflação não através da política monetária (elevação da taxa de juros), mas sim no âmbito da formação dos preços pelos produtores.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após o malogro das experiências de liberalização financeira do Cone Sul, McKinnon realizou uma autocrítica. Nesta deslocou-se mais uma vez para a experiência do Sudeste Asiático (Japão, Formosa e Coréia), caracterizada por forte monitoramento estatal sobre o sistema financeiro, com limites sobre juros ativos e passivos, subsídios, direcionamento de crédito e de instituições especiais. Apesar da forte intervenção estatal, o sistema financeiro asiático não poderia ser classificado como reprimido, pois as taxas de juros praticadas foram positivas em termos reais e elevadas se comparadas com as de outros países desenvolvidos. A repressão financeira ficaria associada, então, apenas à prática de juros reais baixos, sobretudo se negativos, e não mais a políticas restritivas ao livre funcionamento dos mercados creditícios.

A desregulamentação do mercado bancário japonês, iniciada apenas em 1981, e a liberalização das taxas de juros, somente ao final da década de oitenta, fornecem um aprendizado importante: "somente após um substancial aprofundamento financeiro nas instituições não-bancárias do mercado de capitais - crescimento das transações de títulos primários e aumento da intermediação por companhias financeiras e de seguros, fundos de pensão, etc. - é que as autoridades japonesas afrouxaram consideravelmente (ou começaram a pensar nisso) o que os bancos comerciais podiam fazer." (MCKINNON, 1988, p. 19)

A diversificação dos instrumentos e intermediários financeiros passa a ser independente da política de liberalização. É desejável, até, que a liberalização ocorra de forma gradual, preferencialmente após a existência de um aprofundamento financeiro considerável, vale dizer, quando os segmentos não-bancários do sistema financeiro já estiverem plenamente constituídos.

Neste sentido, o último alicerce do paradigma da repressão financeira foi retirado por um de seus fundadores, com o abandono da prescrição de um aumento da taxa de juros como estratégia de aprofundamento financeiro. Ainda

mais importante: uma política de liberalização apenas seria viável a partir de uma situação de relativa diversificação dos mercados financeiros. Inversamente, evitar taxas de juros reais elevadas passa a ser fundamental para a viabilidade do sistema financeiro e do próprio desenvolvimento econômico. Nas palavras de McKinnon (1988, p. 25): "Mais tristes, porém mais sábios, agora entendemos que as taxas de juros incrivelmente altas sobre os empréstimos em pesos, em grande parte, significaram o colapso do (...) sistema bancário chileno."

Em suma, estamos muito distantes das avaliações e das políticas recomendadas em 1973, quando McKinnon e Shaw apresentaram a liberalização financeira como o epicentro de uma nova teoria do desenvolvimento. Na verdade, da formulação original resta apenas a proposição de que o nível das taxas de juros reais deve ser positivo. Assim, a defesa da liberalização financeira perde o seu sentido objetivo, passando a se sustentar apenas no campo ideológico, pois continua sendo recomendada enquanto melhor e única opção estratégica de desenvolvimento: "A liberalização financeira (...), com captação e aplicação a taxas de juros reais elevadas viabilizadas por um nível estável de preços, não é fácil e é cheia de percalços. No entanto, permanece o único jogo existente no que concerne ao desenvolvimento econômico. Esta, claro, foi a principal mensagem de meu livro de 1973, *Money and Capital in Economic Development*." (MCKINNON, 1988, p. 45)

Se a liberalização financeira somente deve ocorrer em uma economia estável e com mercados financeiros diversificados (inclusive mercados de capitais e investidores institucionais), então podemos inferir que a teoria da repressão financeira nada tem a dizer, tanto no que concerne ao financiamento do desenvolvimento econômico, quanto às políticas institucionais relativas ao crescimento dos intermediários financeiros. Noutras palavras, o desenvolvimento econômico requer a definição de políticas financeira e creditícia para alavancar as empresas produtivas, de forma articulada com uma política industrial e de desenvolvimento social. A experiência histórica mostra que esta poderia ser uma

política capaz de gerar um "aprofundamento financeiro", e não uma simples política de liberalização dos controles sobre os mercados financeiros (TAVARES, 1993, p. 20).

Deste ponto de vista, uma política de crédito seletiva e com taxas de juros distintas, estimulando os setores prioritários (novas tecnologias, exportação, agricultura, pequena e média empresa, etc.), conectada a um planejamento de médio e longo prazo, é que gestará, a partir de sua própria maturidade, pressões para a liberalização, à medida que as massas de capitais passam a exigir com maior vigor acesso a todas as formas possíveis de valorização produtiva e financeira.

Uma liberalização prematura do sistema financeiro tende a exacerbar o componente especulativo e de curto prazo, ampliando o papel das quase-moedas e das arbitragens nos mercados de risco. Processos bem-sucedidos de liberalização dos mercados estão correlacionados a complexas decisões que hierarquizam, condicionam, selecionam e organizam a liberalização, não em função de critérios abstratos, sobre a supremacia da regulação pelo "mercado" em detrimento da estatal, mas atendendo às necessidades e aos limites da base empresarial a partir da qual se definem essas políticas.⁴⁰

Assim sendo, refutamos uma política de liberalização em si mesma, sem que os grupos econômicos tenham alcançado níveis de integração financeira e internacionalização adequados. Vale dizer, o êxito ou o malogro das políticas de liberalização financeira está subordinado, em primeira instância, às formas de articulação dos grupos empresariais - entre as instituições financeiras e os setores

⁴⁰ Para uma análise do auspicioso processo de liberalização coreano, ver AKYUZ & KOTTE, 1991, p. 15: "(...) a Coréia seguiu um modelo gradual e cauteloso, onde só houve liberalização financeira após se ter atingido estabilidade e um grau considerável de desenvolvimento econômico e institucional. Os déficits comerciais estruturais e a escassez de moeda estrangeira haviam sido eliminados através de um processo bem-sucedido de industrialização, tanto por substituição de importações quanto por crescimento das exportações; a taxa de poupança aumentara consideravelmente, sobretudo através de um crescimento rápido e sustentado na renda; a disciplina fiscal e monetária e a estabilidade dos preços foram obtidos em uma base sólida; e as fragilidades estruturais dos setores empresarial e financeiro foram reduzidas."

produtivos e comerciais - e, em última instância, ao papel do Estado como modelador dessas articulações.

Abstract

In this paper the author develops a critical approach to the theory of financial repression by McKinnon and Shaw, from an alternative view on the financing of the economic development based on the keynesian thought and the Economic Commission for Latin America and Caribbean's tradition. The analysis focuses on the relationship among credit, saving and investment as well as on the role of the financial system, its institutionality and monetary policies. It is also an attempt to check the limits of the theory of financial repression in the management of national development policies and to clarify the structural conditions of the Latin American financial markets taking into account the recent international context of the credit markets.

Tabela 1
M-1 em porcentagem do PIB

	EUA	INGLATERRA	CANADÁ	FRANÇA	ALEMANHA	JAPÃO
1950	40.91	-	-	30.72	17.16	-
1955	34.29	31.04	-	34.90	16.21	27.12
1960	28.44	25.75	15.83	32.04	15.69	26.74
1965	24.95	21.87	16.39	36.40	15.85	31.36
1966	23.32	20.50	15.73	36.11	15.20	30.76
1970	22.05	18.72	17.47	29.24	15.36	29.12
1973	20.28	17.97	16.86	29.03	14.79	35.83
1975	18.86	16.45	15.14	28.95	16.73	33.67
1978	16.77	16.13	12.88	25.84	17.72	33.72
1980	15.80	13.35	11.21	23.89	17.53	28.97
1982	15.76	14.54	10.63	23.77	16.16	29.90
1985	16.20	15.92	14.42	22.81	17.26	27.77
1988	16.57	-	14.89	26.77	19.48	30.11
1990	15.48	-	14.33	26.23	22.95	28.10

Fonte: IMF, "International Financial Statistics",
Yearbook 1987 e 1992.

Nota: Os dados do Canadá referentes a 1960 são de 1962.

Tabela 2
QUASE-MOEDA em porcentagem do PIB

	EUA	INGLATERRA	CANADÁ	FRANÇA	ALEMANHA	JAPÃO
1950	11.13	-	-	0.99	-	-
1955	10.64	14.62	-	1.16	15.71	23.87
1960	33.37	14.72	17.86	3.71	22.13	39.85
1965	41.57	14.18	19.02	6.00	28.44	46.06
1966	40.07	14.51	18.43	7.07	31.01	46.75
1970	40.49	16.14	20.74	14.11	33.87	44.83
1973	43.70	26.81	23.55	20.09	36.19	51.45
1975	45.68	21.29	26.13	22.62	37.71	50.82
1978	45.47	16.96	33.68	24.24	39.24	53.71
1980	42.71	18.81	35.55	24.11	40.37	57.21
1982	41.61	23.51	39.08	22.17	39.93	61.23
1985	46.43	24.96	28.68	23.08	41.70	67.98
1988	44.34	-	29.26	43.41	41.73	80.10
1990	42.54	-	34.29	38.65	43.57	88.17

Fonte e Nota: Idem Tabela 1.

Tabela 3

ARGENTINA

% P I B

ANO	M-1	DEPÓSITO A VISTA	QUASE MOEDA	CRÉDITO AO SETOR PRIVADO	FBCF
1961	16.83	7.00	6.25	16.42	22.33
1965	13.74	5.56	6.41	11.89	17.05
1970	18.59	10.55	8.35	17.99	19.94
1973	15.63	8.23	10.97	20.30	19.34
1976	13.83	6.85	7.11	15.94	26.88
1977	10.80	4.83	13.90	20.74	27.19
1980	9.69	3.86	19.34	29.45	22.17
1981	8.53	2.90	23.43	40.54	18.76
1982	11.00	4.15	20.12	46.70	15.85
1984	8.54	2.29	22.48	36.02	15.39
1985	7.65	2.51	13.64	22.68	13.45
1988	7.01	1.53	26.11	28.28	12.99

Fonte: IMF - "International Financial Statistics" - Yearbook, 1991. Dados em fim de período. M-1, Alínea 34; Depósitos à vista, Alínea 24; Quase moeda, Alínea 25; Crédito ao setor privado, Alínea 32b; PIB, Alínea 99b.

Tabela 4

CHILE

% P I B

ANO	M-1	DEPÓSITO A VISTA	QUASE MOEDA	CRÉDITO AO SETOR PRIVADO	FBCF
1961	9.18	5.42	5.65	14.11	-
1965	7.61	6.33	5.55	11.87	15.92
1970	10.82	6.09	6.43	8.84	14.91
1973	19.93	11.56	18.87	5.16	13.04
1974	9.11	5.30	12.92	6.33	16.96
1976	8.24	4.07	12.57	15.62	13.27
1977	6.88	3.09	11.67	20.11	13.20
1980	8.09	4.62	17.83	43.41	16.65
1981	6.46	2.94	21.73	51.11	18.62
1982	7.46	3.97	31.64	82.46	14.61
1983	7.25	3.87	30.52	74.09	12.00
1985	5.76	2.67	35.41	70.09	14.22
1988	7.12	3.76	35.01	57.63	16.31
1991	7.17	3.80	36.10	48.29	17.75

Fonte: Idem Tabela 3.

Tabela 5

URUGUAI

% P I B

ANO	M-1	DEPÓSITO À VISTA	QUASE MOEDA	CRÉDITO AO SETOR PRIVADO	FBCF
1961	16.90	4.96	11.66	29.83	15.61
1965	20.02	5.26	15.31	34.44	10.86
1970	14.60	2.90	6.96	13.86	11.40
1974	12.89	3.83	7.37	18.50	10.23
1976	10.92	6.21	14.88	21.41	15.45
1977	9.73	5.28	20.01	24.70	15.21
1980	9.85	5.13	29.66	37.24	16.73
1981	8.03	3.58	36.26	39.37	15.68
1982	10.64	4.23	45.66	71.52	15.06
1985	9.61	4.64	44.67	55.29	9.63
1988	8.14	3.45	42.11	41.38	11.92
1990	8.00	3.62	54.48	36.66	12.32

Fonte: Idem Tabela 3

Tabela 6

URUGUAI - INDICADORES MONETÁRIOS

Em porcentagem

	M-1	Em poder do do público	Em conta corrente	Dep. a prazo moeda nacional	M-2	Depósito moeda ext.	M-3
	(1)=(2)+(3)	(2)	(3)	(4)	(5)=(1)+(4)	(6)	(7)=(5)+(6)
1975	56	31	25	25	81	19	100
1977	32	19	12	23	54	46	100
1978	28	16	12	30	58	42	100
1980	24	14	10	41	65	35	100
1981	18	12	7	35	54	46	100
1982	13	9	4	22	35	65	100
1983	12	8	4	24	36	64	100
1985	13	8	5	20	33	67	100
1987	13	9	5	16	29	71	100

Fonte: "Estudio Economico de America Latina", vários números.

Tabela 7

CHILE - INDICADORES MONETÁRIOS

Em porcentagem

	1978	1980	1981	1982	1985	1987
1. Moeda (M-1)	36	28	21	18	16	15
2. Quase-dinheiro	64	72	79	82	84	85
Depósitos a prazo	48	52	53	67	62	65
De 30 a 89 dias	40	32	53	54	27	24
De 90 a 365 dias	5	14	3	7	26	27
Reajustáveis	1	10	1	6	25	27
Não reajustáveis	5	3	3	1	1	0
Mais de um ano	1	7	7	6	9	13
Depósitos de poupança	11	15	11	12	15	20
3. Total (1+2)	100	100	100	100	100	100

Nota: (a) Inclui obrigações do Departamento de Poupança e Inversão.

(b) Inclui outros depósitos a menos de 30 dias.

Fonte: "Estudio Economico de America Latina", varios números

Tabela 8

ATIVOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS, 1987

(% do total, excluindo os ativos do Banco Central)

Instituições	Argentina	Chile	Uruguai
Bancos Comerciais	76.1	86.8	92.1
Privados	38.4	65.1	33.1
Nacionais	23.5	54.9	-
Estrangeiros	14.9	14.4	33.3
Públicos	37.6	17.3	59.0
Outras Instituições Financeiras	24.0	13.2	7.8
Curto Prazo (a)	1.3	0.8	7.8
Longo Prazo (b)	22.6	12.4	-
IFD	20.7	1.2	-
Total	100.0	100.0	100.0
No. de Bancos Comer.	167	37	23
No. de Outras Inst.	63	87	32

Fonte: World Bank Discussion Papers, No. 81.

Notas: (a) Crédito ao consumidor, créditos de curto prazo a empresas, cooperativas de créditos, etc
(b) Instituições Financeiras de Desenvolvimento (IDF), fundos de pensão, companhias de seguro, associações de poupança e empréstimos, bancos bancos de investimento, fundos mútuos e outros.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, M. *et alii.* (1990) *Globalisation Financière: L'Aventure Obligée*. Paris: Economica.
- AKYUZ, Y. & KOTTE, D. J. (1991) Financial Policies in Developing Countries: Issues and Experience. *UNCTAD Discussion Paper*, n. 40, Genebra.
- ASIMAKOPULOS, A. (1983) "Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving". *Cambridge Journal of Economics*, v. 7, n. 3/4.
- BAER, M. (1990) "Mudanças e tendências dos mercados financeiros internacionais na década de 80". *Pensamiento Iberoamericano*, n. 18, Madrid.
- BAER, M. (1993) *O rumo perdido - a crise fiscal e financeira do estado brasileiro*. São Paulo: Ed. Paz e Terra.
- BELLUZZO, L. G.M. & ALMEIDA, J. S. G. (1989) "Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo". *Revista Novos Estudos CEBRAP*, n. 23, São Paulo.
- BELLUZZO, L. G. M. & ALMEIDA, J. S. G. (1990) "Crise e reforma monetária no Brasil". *Revista São Paulo em Perspectiva*, v. 4, n. 1, Fundação SEADE, São Paulo.
- BELLUZZO, L. G. M. & ALMEIDA, J. S. G. (1992) "A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira". In: BELLUZZO, L. G. M. & BATISTA Jr., P. N. (Orgs.) *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*. São Paulo: Ed. Paz e Terra.
- BOISSIEU, C. (1985) "Économie D'Endettement, Économie de Marchés Financiers et Taux D'Intérêt". In: BARRÉRE, A. (Coord.) *Keynes Aujourd'hui: Théories et Politiques*. Paris: Economica.

- BRAGA, J. C. S. (1991) "*A financeirização da riqueza - a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais*". *Textos para Discussão*, ano 6, n. 3, IESP/FUNDAP, São Paulo.
- CANUTO, O. (1991) *Processos de industrialização tardia: o 'paradigma' da Coreia do Sul*. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, mimeo, Campinas.
- CARVALHO, F. J. C. (1992) "Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana". In: BELLUZZO & BATISTA Jr., (1992).
- CEPAL (1976) "O desenvolvimento recente do sistema financeiro da América Latina". In: SERRA, J. (Coord.) *América Latina - ensaios de interpretação econômica*. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra.
- DAVIDSON, P. (1982) *International Money and the Real World*. Londres: Macmillan Press.
- DAVIDSON, P. (1986) "Finance, Funding, Saving and Investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 9, n. 1, Knoxville.
- DAVIDSON, P. (1989) "Keynes and Money". In: HILL, R. *Keynes, Money and Monetarism - The Eighth Keynes Seminar Held at the University of Kent at Canterbury, 1987*. Londres: Macmillan.
- FERREIRA, C. K. L. & FREITAS, M. C. P. (1989) *O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80*. IESP/FUNDAP, mimeo, São Paulo.
- FERREIRA, C. K. L.; FREITAS, M. C. P. & SCHWARTZ, G. (1992) "O sistema monetário-financeiro dos países em desenvolvimento". Relatório parcial n. 7 do projeto "*O Formato Institucional do Sistema Monetário e Financeiro: Um Estudo Comparado*". IESP/FUNDAP/Sec. da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico do Estado de SP, São Paulo.
- FIORI, J. L. (1992) "Para repensar o papel do Estado sem ser um neoliberal". *Revista de Economia Política*, n. 45. São Paulo: Ed. Brasiliense.

- FREITAS, M. C. P. & SCHWARTZ, G. (1992) "Serviços financeiros: rumo à re-regulamentação". *Revista São Paulo em Perspectiva*, v. 6, n. 3, Fundação SEADE, São Paulo.
- FURTADO, C. (1992) "O subdesenvolvimento revisitado". *Revista Economia e Sociedade*, n. 1, IE/UNICAMP, Campinas.
- HICKS, J. (1978) *Perspectivas econômicas - ensaios sobre moeda e crescimento*. Rio de Janeiro: Zahar Editores.
- HICKS, J. (1987) *A crise na economia keynesiana*. São Paulo: Ed. Vértice.
- KALDOR, N. (1971) "Los Problemas Económicos de Chile". In: IDEM: *Ensayos sobre Política Económica*. Madri: Editorial Tecnos.
- KEYNES, J. M. (1978) *Inflação e deflação*. Coleção "Os Pensadores". São Paulo: Abril Cultural.
- KEYNES, J. M. (1985) *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Coleção "Os Economistas". São Paulo: Nova Cultural.
- KEYNES, J. M. (1987 a) "Teorias alternativas da taxa de juros". *Literatura Econômica*, v. 9, n. 2, IPEA, Rio de Janeiro.
- KEYNES, J. M. (1987 b) "A teoria *ex ante* da taxa de juros". *Literatura Econômica*, v. 9, n. 2, IPEA, Rio de Janeiro.
- KEYNES, J. M. (1971) "A Treatise on Money". In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan/Cambridge University Press, v. 6.
- MCKINNON, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Washington: The Brookings Institution (versão em espanhol, *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*, publicação conjunta do Programa de Desenvolvimento de Mercados de Capitais da OEA e CEMLA, México, 1974).
- MCKINNON, R. I. (1988) "Financial Liberalization and Economic Development: A Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America". International Center for Economic Growth, *Occasional Papers*, n. 6, Washington.

- MENDONÇA DE BARROS, L. C. (1990) *O sistema financeiro*. São Paulo, mimeo.
- MENDONÇA DE BARROS, L. C. (1993) "A moeda indexada". *Revista Economia e Sociedade*, n. 2, IE/UNICAMP, Campinas.
- MINSKY, H. P. (1985) "La Structure Financière: Endettement et Crédit". In: BARRÉRE, A. (Coord.) *op. cit.*
- MINSKY, H. P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven.
- MIRANDA, J. C. R. (1992) *Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional*. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, mimeo, Campinas.
- SHAW, E. S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- SILVA, M. E. (1991) *Teoria Geral - uma interpretação pós-keynesiana*. IPE-USP/FIPE/FAPESP, São Paulo.
- STUDART, R. (1993) "O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional". *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 1. São Paulo: Ed. Nobel.
- TAVARES, M. C. (1983) "O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente". In: BELLUZZO, L. G. M. & COUTINHO, R. (Orgs.) *Desenvolvimento Capitalista no Brasil - Ensaio sobre a Crise*. v. 2, São Paulo: Ed. Brasiliense.
- TAVARES, M. C. & BELLUZZO, L. G. M. (1986) "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea". In: REGO, J. M. (Org.) *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra.
- TAVARES, M. C. (1993) *Las Políticas de Ajuste de Brasil: Los Límites de la Resistencia*. BID, Washington, 1993. (Edição brasileira In: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (Des)Ajuste Global e Modernização Conservadora. São Paulo: Ed. Paz e Terra)

- WICKSELL, K. (1978) *Lectures on Political Economy*. v. 2, "Money".
Fairfield: Augustus M. Kelley Publishers. (Edição brasileira na Coleção
"Os Economistas", 1986, São Paulo: Ed. Nova Cultural).
- ZONINSEIN, J. (1989) "O circuito financiamento - investimento - poupança
financeira". In: AMADEO, E. J. (Org.) *Ensaio sobre Economia Política
Moderna: Teoria e História do Pensamento Econômico*. São Paulo: Ed.
Marco Zero.

TEXTO PARA DISCUSSÃO. IE/UNICAMP

Fazem parte desta Série:

- n.1 COUTINHO, Maurício. **Marx - reprodução do capital**. jul./91. (esgotado).
- n.2 COSTA, Fernando Nogueira da. **A formação da taxa de juros no Brasil**. set./91. (esgotado).
- n.3 SERRA, José & AFONSO, José Roberto R. **As finanças públicas municipais: trajetórias e mitos**. out./91. (esgotado).
- n.4 COSTA, Fernando Nogueira da. **Política de câmbio e juros vs. dolarização programada e Banco Central independente**. jan./92. (esgotado).
- n.5 SUZIGAN, Wilson. **A indústria brasileira após uma década de estagnação: questões para política industrial**. fev./92. 2a. ed. (esgotado).
- n.6 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Mudança técnica e concorrência: um arcabouço evolucionista**. abr./92.
- n.7 POSSAS, Maria Sílvia. **Aprendendo com os clássicos: notas sobre valor e capitalismo**. abr./92.
- n.8 KAGEYAMA, Angela Antonia. **O emprego agrícola em 1985: análise preliminar**. maio/92.
- n.9 POSSAS, Mario Luiz. **Concorrência, inovação e complexos industriais: algumas questões conceituais**. jun./92. (esgotado).
- n.10 MACHADO, João Bosco Mesquita & ARAÚJO JR., José Tavares de. **Impacto das políticas comercial e cambial sobre o padrão de comércio internacional dos países da ALADI: o caso do Brasil**. jul./92. (esgotado).
- n.11 COSTA, Fernando Nogueira da. **(Im)Propriedades da Moeda**. out./92.
- n.12 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Ajustamento estrutural e orientação exportadora: sobre as lições da Coreia do Sul e do México**. out./92. (esgotado).
- n.13 SUZIGAN, Wilson. **Política comercial e perspectivas da indústria brasileira**. dez./92. (esgotado).

- n.14 SOTO B., Fernando. **Da indústria do papel ao complexo florestal no Brasil: o caminho do corporatismo tradicional ao neocorporatismo.** jan./93. (esgotado).
- n.15 BAPTISTA, Margarida; FAJNZYLBER, Pablo; PONDÉ, João Luiz. **Os impactos da nova política industrial nas estratégias competitivas das empresas líderes da indústria brasileira de informática: a falsa "modernidade" e os limites da competitividade internacional.** jan./93. (esgotado).
- n.16 NEGRI, Barjas. **Urbanização e demanda de recursos hídricos na Bacia do Rio Piracicaba no Estado de São Paulo.** mar./93.
- n.17 POSSAS, Mario Luiz. **O conceito de concorrência em Marshall: uma perspectiva schumpeteriana.** abr./93. (esgotado).
- n.18 COUTINHO, Mauricio Chalfin. **Marx e os preços de produção.** abr./93.
- n.19 COSTA, Fernando Nogueira da. **Inovações financeiras e política monetária.** abr./93.
- n.20 LEAL, João Paulo Garcia. **Evolução do comércio exterior sul-coreano de manufaturas segundo suas vantagens comparativas reveladas: 1981-1988.** maio/93.
- n.21 OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. **A desordem fiscal e os caminhos para uma nova reforma do sistema tributário.** maio/93.
- n.22 MACEDO E SILVA, Antonio Carlos. **Keynes's economics and the search for a new economic theory: the "equilibrium trap".** jun./93.
- n.23 NEGRI, Barjas. **A desconcentração da indústria paulista nos últimos vinte anos (1970-1990).** jul./93.
- n.24 CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. **Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta.** jul./93.
- n.25 DEQUECH FILHO, David. **Salários e absorção de mão-de-obra no Brasil: um exame a partir das regiões metropolitanas.** jul./93.
- n.26 LOPREATO, Francisco Luiz Cazcero. **Crise de financiamento dos governos estaduais (1980/1988).** ago./93.
- n.27 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Investimento direto externo e reestruturação industrial.** ago./93.

- n.28 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Technological change and late industrialization: lessons from a post keynesian evolutionary approach.** set./93.
- n. 29 DEDECCA, Cláudio Salvadori e MONTAGNER, Paula. **Flexibilidade produtiva e das relações de trabalho. Considerações sobre o caso brasileiro.** out./93.
- n. 30 LIMA, Gilberto Tadeu. **Taxonomy of production economies and monetary determination of effective demand: a puzzle in Keynes' economics.** out./93.
- n. 31 BIASOTO JUNIOR, Geraldo. **Tributação: princípios, evolução e tendências recentes.** nov./93.
- n. 32 CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. **Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra.** nov./93.
- n. 33 SUZIGAN, Wilson & SZMRECSÁNYI, Tamás. **Os investimentos estrangeiros no início da industrialização do Brasil.** jan./94.
- n. 34 REYDON, Bastiaan Philip. **A especulação com terras agrícolas: uma interpretação a partir de um referencial teórico pós-keynesiano.** jan./94.
- n. 35 BELIK, Walter. **Um estudo sobre o financiamento da política agroindustrial no Brasil (1965-87).** abr./94.
- n. 36 HIGACHI, Hermes Yukio. **Estratégias das empresas líderes na indústria brasileira do papel.** maio/94.
- n. 37 COUTINHO, Mauricio Chalfin. **Marx e a economia política clássica: trabalho e propriedade.** maio/94.
- n. 38 PONDÉ, João Luiz S. P. de Souza. **Coordenação, custos de transação e inovações institucionais.** jul./94.

REVISÃO E EDITORAÇÃO: CREUZA A. DIAS

IMPRESSÃO E ACABAMENTO: GRÁFICA DO INSTITUTO DE ECONOMIA/UNICAMP