

**O financiamento da acumulação de ativos
(um esquema analítico)**

Ricardo Carneiro

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 167, set. 2009.**

ISSN 0103-9466

Para Luiz Gonzaga Belluzzo, pioneiro.

O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico)

Ricardo Carneiro

Introdução

O tema do financiamento da acumulação de ativos, em particular o do financiamento do desenvolvimento, tem mobilizado amplas energias intelectuais nas últimas décadas. Desde as críticas pioneiras de Shaw (1973) e Mckinnon (1973) às formas de financiamento com ampla intervenção estatal, uma infinidade de trabalhos, voltados para o assunto, foram publicados, a grande maioria dos quais seguindo a corrente da crítica à denominada “repressão financeira”. Curiosamente, apesar dos percalços produzidos pela liberalização – posta em prática com base nos seus preceitos – na forma de crises monetário-cambiais e financeiras, esta corrente se ampliou e difundiu nos últimos anos, incorporando novos temas, dimensões, e ganhando adeptos.¹

Este texto pretende realizar uma análise crítica de aspectos dessa teoria e dos efeitos que as práticas de política econômica nela inspiradas produziram em países em desenvolvimento e, particularmente, no Brasil. Sua proposta é partir de esquemas analíticos seminais, esquecidos ou nem sempre bem compreendidos, tais como o binômio crédito de circulação – crédito de capital de Marx-Hilferding, e o binômio *finance-funding* formulado por Keynes.²

A partir dessa abordagem teórica serão examinadas questões gerais com destaque para o financiamento do desenvolvimento. Pretende-se questionar – o que a rigor não constitui uma novidade *tout court* – a idéia da necessidade de poupança prévia como pré-condição para ampliação do investimento. Em contraposição a essa tese procura-se demonstrar que o principal problema do financiamento do

(1) Para resenhas do debate sobre a repressão financeira, a liberalização, o desenvolvimento financeiro e seus efeitos ver: Arestis, Nissanke e Stein,(2005); Levine, (1997); Demirgüç-Kunt, (2006); Agénor e Montiel, (1999); Hermann, (2002); Studart, (1999).

(2) O conceito marxista está posto por Marx (1974) no segundo Livro de *O Capital* e por Hilferding (1973) nos capítulos 2 e 3 de seu livro. Já o paradigma keynesiano foi desenvolvido pelo autor em vários artigos: Keynes (1937a, 1937b, 1939, 1992); como tentativa de refutar críticas e esclarecer pontos obscuros da Teoria Geral.

desenvolvimento não é a escassez de poupança, mas a sua alocação muito concentrada no curto prazo ou, dito de outro modo, a excessiva preferência pela liquidez.³

Discute-se também no texto a dimensão das institucionalidades analisando porque um sistema baseado em instituições bancárias (*credit based*) e não no mercado de capitais (*market based*) é, em princípio mais favorável ao financiamento do investimento, assinalando que esse último é mais propenso à volatilidade de preços e à especulação, ou seja, a flutuações mais freqüentes e intensas das taxas de juros e as bolhas de preços. Dando prosseguimento à análise examina-se a possibilidade de ocorrência do *crowding out*, decorrente da disputa pela poupança, entre o setor público e o privado, demonstrando a impossibilidade da sua ocorrência no plano dos fluxos, vale dizer, do financiamento do déficit público. Ainda quanto a esse ponto, examina-se também as causas e efeitos das mudanças nas condições de rolagem da dívida pública – aumento da preferência pela liquidez – cujo resultado seja um aumento da taxa de juros. Neste caso, admite-se algum efeito sobre as condições de ampliação da dívida privada, via taxas de juros.

Finalizando a discussão, demonstra-se que a utilização de poupança externa em países periféricos, que possuem indústria de equipamentos relativamente desenvolvida, apenas substitui a poupança doméstica não raro contribuindo para bolhas especulativas de intensidade variada. Procura-se demonstrar que poupança externa só teria um caráter inequivocamente positivo em países muito atrasados.

1 Esquema analítico: pressupostos

Nos esquemas analíticos desenvolvidos a seguir trabalha-se com dois conjuntos de abordagens; de um lado, utiliza-se uma aproximação das equações de reprodução de uma economia capitalista tal qual desenvolvido por Kalecki (1990). De outro, recorre-se ao paradigma keynesiano do *finance-funding* representando-o por

(3) A visão ortodoxa destaca o aumento da poupança das famílias, e externa, e a eficiência da intermediação como fatores de ampliação da oferta de fundos e conseqüentemente do investimento. Nessa perspectiva a forma de aumentar a poupança e, portanto, a oferta de fundos para o investimento seria pelo aumento da taxa de juros, que elevaria a poupança disponível das famílias e também atrairia poupança externa, e ainda pelo equilíbrio das contas públicas que permitiria reduzir a absorção de poupança privada pelo governo (*crowding out*) e, por fim, pela maior eficiência da intermediação. Como sugerido por Studart (1999), a crítica da teoria neoclássica aos sistemas financeiros reprimidos diz respeito tanto ao nível de poupança insuficiente quanto à sua alocação ineficiente. Taxas de juros abaixo da taxa de equilíbrio (taxa natural) gerariam fundos emprestáveis abaixo do potencial e também abaixo da demanda exigindo a seletividade ou o direcionamento na alocação desses fundos com perda de eficiência.

meio de balancetes dos agentes econômicos relevantes em vários formatos institucionais do sistema financeiro.

Nas equações de reprodução que constam da Figura 1, cabe destacar algumas propriedades:

Figura 1

Setor I	Setor II	Total
W1	W2	W
L1	L2	L
I	C	Y

- a) W= salários; L = Lucros; I = investimento; C = consumo; Y = renda/produto;
- b) Na soma horizontal temos o produto ($I + C = Y$), com a sua materialidade, e na soma vertical ($W + L = Y$), a renda monetária;
- c) O equilíbrio entre setores é definido por $W1 = L2$: os salários pagos nos setor produtor de Bens de capital são utilizados para compra de bens de consumo. Há claramente uma hierarquia entre setores. Nos termos kaleckianos, os capitalistas ganham o que gastam e os trabalhadores gastam o que ganham. Isto quer dizer que o gasto de um capitalista constitui o lucro do outro. Mas isto ocorre no setor produtor de bens de investimento para o qual a demanda efetiva teria essa característica. Já no setor II o nível de produção e de lucro é determinado pelo nível de produção do setor I e mais propriamente pela massa de salários aí paga.

No que tange ao sistema de financiamento, há duas configurações distintas correspondendo aos sistemas ideais baseados exclusivamente no crédito ou no mercado de capitais. No mundo real os sistemas que existem constituem-se de combinações desses modelos abstratos com predominância de um deles. Na Figura 2 está representado o sistema baseado no crédito com três circuitos distintos:

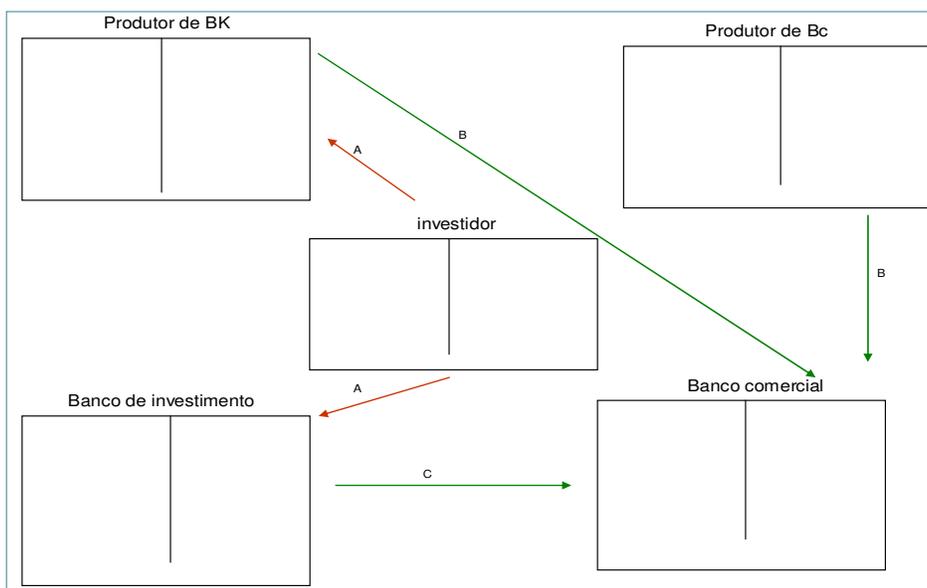
Circuito A que diz respeito à decisão de investimento para a qual o investidor consulta o produtor de Bk sobre as condições de produção de uma máquina (preço, prazo, condições de pagamento) e ao mesmo tempo também consulta o banco de investimento sobre a disponibilidade de financiamento (juros, prazos etc). Com base nessas informações e na avaliação padrão (Emgk versus taxa de juros), o investidor toma a sua decisão.

Circuito B: a decisão de ampliar a produção dos produtores de Bk e Bc envolve necessariamente a necessidade de acessar recursos adicionais sobre a forma de crédito bancário de curto prazo.

Circuito C: eventuais problemas de liquidez do banco de investimento podem ser solucionados pelo Banco comercial

O sistema tem duas taxas de juros distintas – na verdade tem n taxas de juros de acordo com as maturidades dos empréstimos. Uma delas é fixada nos bancos comerciais nas suas relações com o Banco Central: é a taxa monetária de juros. Ela é fixada pelo banco central quando este estabelece o preço ao qual compra ou vende reservas. A segunda taxa, é a taxa de longo prazo e é determinada na esfera da circulação do capital ou da riqueza. No caso do sistema baseado no crédito ela é determinada na negociação entre os bancos de investimento e os poupadores.

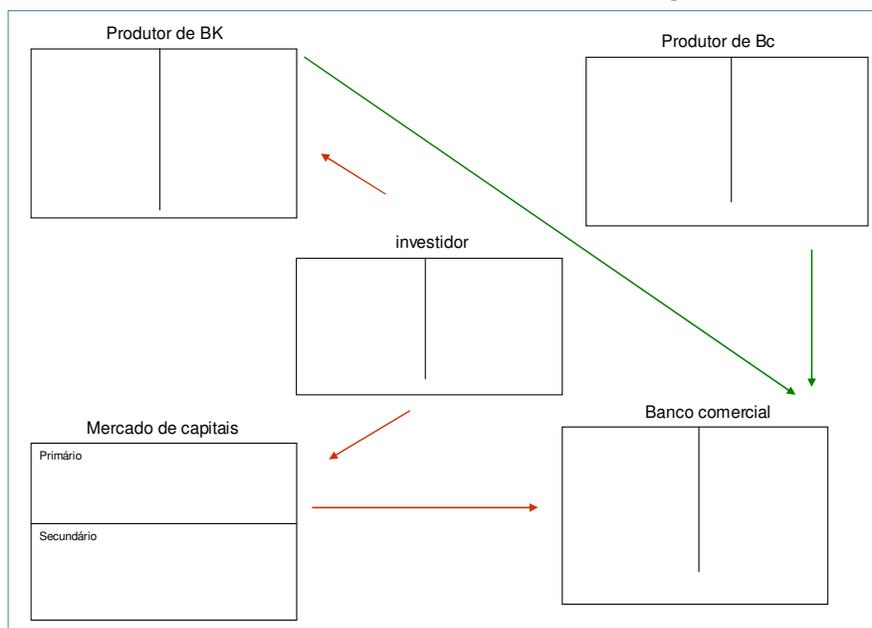
Figura 2
Financiamento: o sistema baseado no crédito



A segunda configuração, (Figura 3) é representada pelo sistema baseado no mercado de capitais – imaginado, num primeiro momento, como um sistema que trabalha exclusivamente com títulos (*debt*), excluindo, portanto as ações (*equities*) - que possui algumas peculiaridades comparativamente ao sistema baseado no crédito: O Circuito A não difere do anterior exceto pelo fato do investidor buscar os recursos de longo prazo no mercado de capitais por meio da emissão primária. As condições nas quais esses recursos serão obtidos (juros e prazos) são definidas nos mercados secundários. O Circuito B é idêntico ao anterior. No Circuito C, as relações entre os

bancos e o mercado de capitais podem ser muito mais variadas e complexas do que no caso anterior, ultrapassando as fronteiras dos problemas eventuais de liquidez.

Figura 3
Financiamento: o sistema baseado no mercado de capitais



A taxa de juros de curto prazo (monetária) tem a mesma determinação do sistema baseado no crédito. Já a taxa de longo prazo tem peculiaridades. Ela é determinada no mercado de capitais, mas no mercado secundário. Ou seja, não é a demanda de novos recursos pelos investidores e sua oferta pelos poupadores que determina a taxa. Isto porque há títulos equivalentes sendo negociados nos mercados secundários e sua taxa de juros define a taxa a ser paga pelos novos títulos. O suposto no caso é que os mercados secundários tenham profundidade e liquidez. Aliás, se isto ocorre cria-se um canal de arbitragem muito importante entre a determinação da taxa de curto prazo e a de longo por meio das operações de “*carry trade*” que consistem em tomar dinheiro à taxa monetária dos bancos comerciais e adquirir títulos com taxas mais altas nos mercados secundários. Essa operação não existe no sistema *credit based* por conta da ausência de liquidez dos empréstimos.

As visões alternativas sobre o financiamento possuem importantes discordâncias quanto ao formato institucional mais eficiente, se o sistema baseado no

crédito ou aquele baseado no mercado de capitais. De acordo com Zysmann (1983), no primeiro caso, o sistema teria como característica a finança intermediada, com transformação de prazos e taxas, e no segundo, a finança direta sem essas transformações. Esses sistemas se distinguiriam ainda em razão da forma pela qual a liquidez dos ativos é equacionada: no primeiro caso (*credit based*), ela é provida, em última instância, pelo banco central, com a possibilidade de ter como efeito colateral a ampliação do risco moral. No segundo caso (*market based*), ela é provida pelos mercados secundários – mas não de forma independente da criação de liquidez pelo sistema bancário – com o risco subjacente do ciclo de preços ou inflação de ativos.⁴

Outra diferença relevante entre os dois sistemas sugerida por Studart (1999), se refere às implicações das variações das taxas de juros. Nos sistemas baseados no crédito, a estabilidade da taxa de juros de curto prazo é mais importante devido ao descasamento de prazo e à alavancagem realizada pelos bancos. Já no sistema baseado no mercado de capitais, as flutuações nas taxas de juros de vários prazos têm implicações sobre os valores dos títulos de várias maturidades e, portanto, sobre o equilíbrio patrimonial dos agentes.

Fica sugerido pela observação anterior que a dinâmica desses sistemas, olhada pela sua reação ante a variação das taxas de juros é bastante distinta. No sistema baseado no crédito, variações nas taxas de juros implicam em desequilíbrio de fluxos enquanto no sistema *market based*, acarreta desequilíbrios nos estoques, ou no valor dos ativos financeiros.

2 Detalhamento dos esquemas analíticos

Na análise a seguir serão considerados alguns circuitos básicos, como detalhamento dos esquemas analíticos anteriores e uma primeira aproximação aos problemas do financiamento concretos. Em cada uma das figuras estão tratados os estágios do financiamento especificando-se os vários sub-circuitos que dele fazem parte. Além dos dois esquemas analíticos básicos, o *credit based* e o *market based*, serão considerados dois outros circuitos derivados dos primeiros, o da poupança externa e o da acumulação financeira.

No sistema baseado no crédito, Figura 3a, após o investidor encomendar a máquina ao produtor de bens de capital o processo se inicia com:

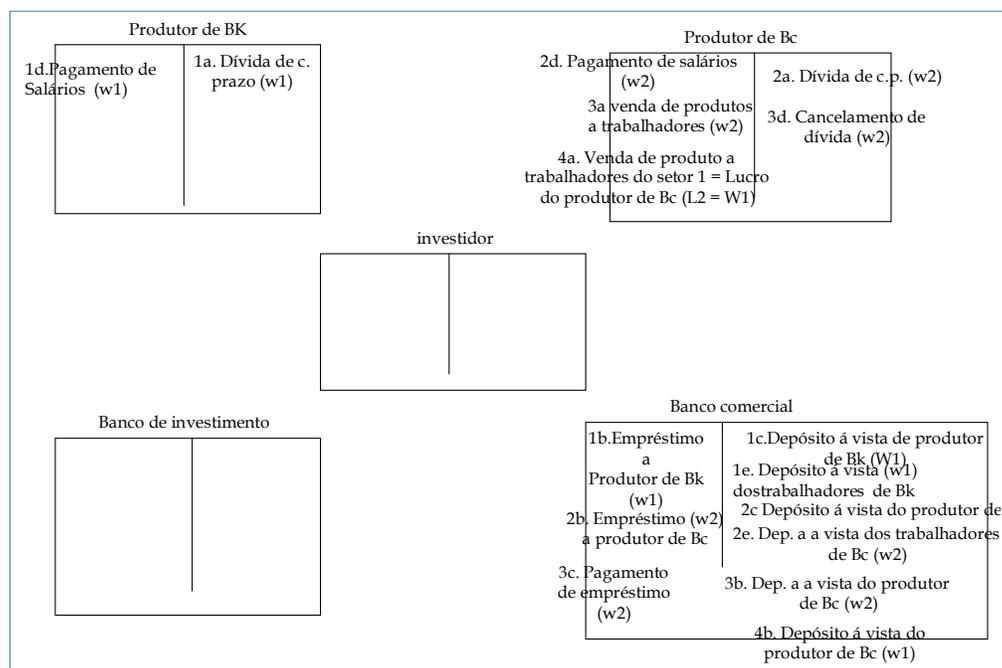
(4) As transformações contemporâneas do sistema bancário tal qual analisadas por Chick (1986) sugerem uma convergência dos dois sistemas em razão da securitização de parte expressiva dos ativos bancários. Isto, todavia não suprime uma função essencial e particular dos bancos que é a criação de liquidez por meio do dinheiro bancário ou de crédito.

1. O produtor de bens de capital que tem capacidade ociosa toma empréstimo equivalente a sua folha de salários (W1) formado uma dívida de curto prazo (1a); o banco comercial concede empréstimo ao produtor de BK (1b); Produtor de Bk recebe depósito à vista no banco (1c.); Produtor de Bk paga salários aos seus trabalhadores no valor de (W1), lhes transferindo os depósitos á vista, (1d) e (1e)

2. O produtor de Bc que também tem capacidade ociosa solicita empréstimo de curto prazo, no banco, para pagar salários (2a), que concede o empréstimo (2b), e credita a sua conta com valor correspondente em depósito à vista (2c) que ele utiliza para pagar salários (2d) no montante W2 transferindo os depósitos à vista para os trabalhadores do seu setor(2e).

3. O produtor de bens de consumo vende bens aos trabalhadores do seu setor no montante de W2 (3a), que lhes pagam transferindo os depósitos à vista (3b), utilizados para pagar o empréstimo contraído (3c), e cancelando a dívida do produtor com o banco (3d).

Figura 3a
O sistema baseado no crédito



4. Com a produção terminada o produtor de bens de consumo pode vender a produção aos trabalhadores do setor I (4a), que lhes transferem os depósitos à vista recebidos originalmente (de 1e para 4b). Esse valor correspondente à massa de salários do setor I se transforma no lucro do produtor do setor II e portanto na sua poupança que por ora se encontra sob a forma mais líquida de depósitos à vista.

O passo seguinte do financiamento consiste exatamente em como o dono da poupança, no caso o produtor de bens de consumo vai, ou não, transformá-la numa poupança de longo prazo abrindo mão da liquidez. Essa transformação constitui um passo crucial e um dos problemas não resolvidos dos sistemas financeiros de países periféricos. No caso brasileiro, por exemplo, essa não transformação esteve durante longo tempo associada à inflação elevada e em vários momentos da história econômica contemporânea, à sua aceleração intermitente. A permanência da elevada preferência pela liquidez a economia brasileira, mesmo após um longo período de estabilização inflacionária deu origem a outras interpretações para o fenômeno como, por exemplo, a da insegurança jurídica Bacha (2005), a dos constrangimentos oriundos do elevado patamar da taxa de juros e do perfil da dívida pública Hermann (2003) e o da instabilidade macroeconômica Carneiro (2008).

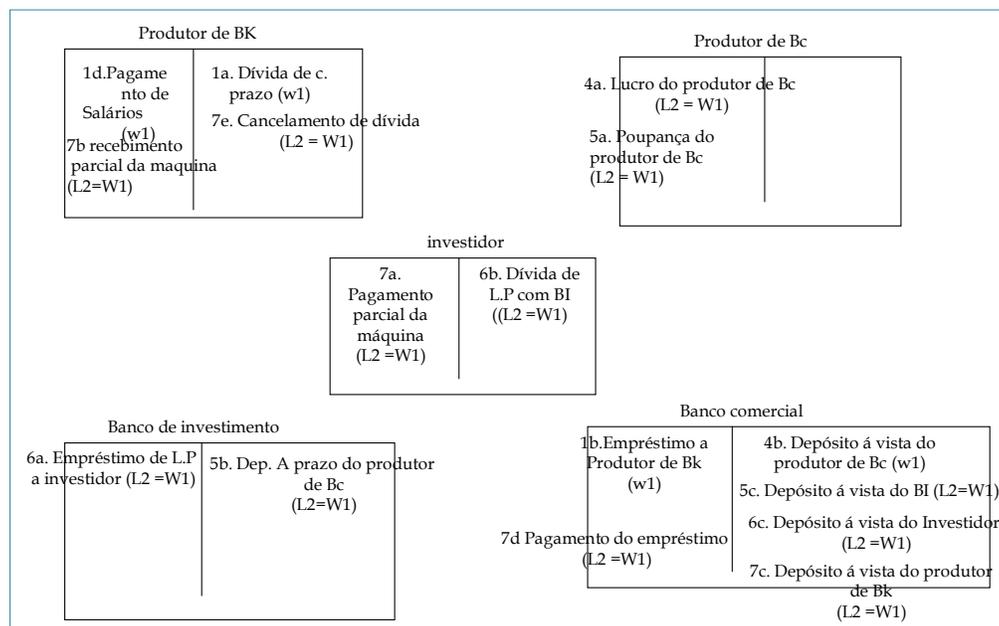
Voltando aos diagramas, uma das soluções possíveis é:

5. O lucro do produtor de bens de consumo, na verdade a sua poupança (5a), será utilizada para investimento em ativos financeiros ou instrumentais. No primeiro caso, caso ele a deposite a prazo longo no banco de investimento (5b), transferindo a esse a titularidade do depósito à vista no banco comercial (5c)

6. O banco de investimento, como acordado com o investidor, no início do processo, faz um empréstimo de longo prazo para o investidor (6a) que assume a dívida de longo prazo (6b) entrando na titularidade dos depósitos à vista (6c).

7. O investidor paga a parcela da máquina (W1) ao produtor de bens de capital que recebe esse valor (7b) e entra na titularidade dos depósitos à vista correspondentes (7c) que utiliza para pagamento do empréstimo originalmente tomado (7d) cancelando a sua dívida com o banco(7e).

Figura 3b
O sistema baseado no crédito



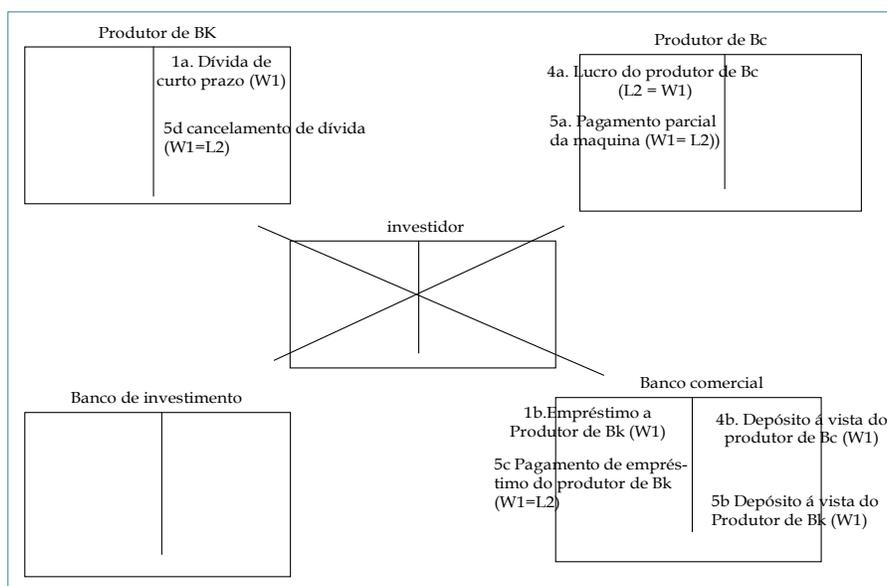
Uma variante a ser considerada nesse caso é aquela que supõe que o investidor seja ao mesmo tempo um produtor de bens. Quando isto é assumido realça-se a importância do autofinanciamento ou da utilização dos lucros retidos como fonte de financiamento. Como mostra o texto da UNCTAD (2008), em qualquer país capitalista, com variações de intensidade, essa é a principal fonte de financiamento do investimento nas corporações⁵. Do ponto de vista do esquema analítico apresentado aqui isto implicaria em:

5. O produtor de bens de consumo utiliza o seu lucro para pagar parcialmente a máquina (5a); ao invés de adquirir títulos, transfere seu depósito à vista para o produtor

(5) Olhada a questão do financiamento pela ótica das firmas, a literatura registra, de acordo com Kregel e Burlamaqui (2006), a preferência por fontes internas ante as externas e por empréstimos (*debt*) ante as participações (*equity*). Da perspectiva dos demandantes (firmas), essa preferência se deveria à existência de informação assimétrica que leva as empresas a proteger informações sobre seus ativos estratégicos e que se tornaria impraticável com o uso de fontes externas. No caso do financiamento por participações (*equities*), os riscos seriam ainda maiores por conta da possibilidade de aquisição hostil. Da ótica dos ofertantes de fundos, o financiamento direto pelo mercado de capitais, possui dois inconvenientes: a maior dificuldade de obter informações e a prioridade secundária no recebimento, em caso de *default*. Os financiadores também podem considerar que quem vai ao mercado de capitais, não tem razões nobres: ou não conseguiu financiamento no mercado de crédito, ou está com os ativos superavaliados.

de bens de capital (5b) que com esses recursos paga o empréstimo contraído junto ao banco (5c) e cancela a sua dívida (5d).

Figura 3c
O sistema baseado no crédito: a alternativa do autofinanciamento



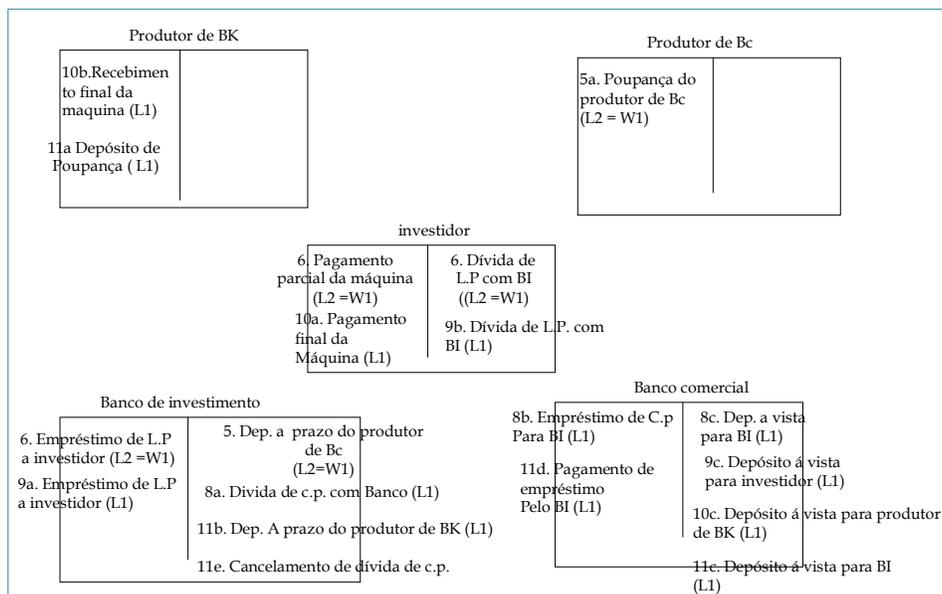
O problema do financiamento do investimento está até aqui parcialmente resolvido. Isto porque até esse estágio, não houve necessidade de poupança prévia, ou seja, o *finance* ou crédito rotativo criado pelos bancos comerciais criou uma poupança equivalente a parte do valor da máquina que se transformou em lucro do produtor de bens de consumo. Falta, todavia o financiamento da parcela da máquina correspondente ao lucro do produtor de bens de capital.

Nessa etapa trata-se portanto de explicar como o investidor consegue os recursos para pagar a segunda parcela da máquina. Frise-se, porém, que a máquina já está produzida e que parte já está paga com o circuito anterior

8. Diante da demanda do investidor pela parcela adicional do financiamento já prometida, o Banco de investimento ao não conseguir captar depósitos de longo prazo, capta curto (8a), assumindo dívida no banco comercial (8b) que o credita com depósito à vista (8c)

9. O banco de investimento concede o segundo empréstimo ao investidor (9a) que assume a segunda parcela de uma dívida de longo prazo (9b), recebendo os depósitos à vista correspondentes (9c).

Figura 3d
O sistema baseado no crédito: final



10. Os recursos anteriores são utilizados para pagar a máquina (10a) ao produtor de bens de capital (10b) que entra na titularidade dos depósitos à vista. Ou seja, realiza o seu lucro que no momento inicial tem a liquidez de depósito à vista (10c)

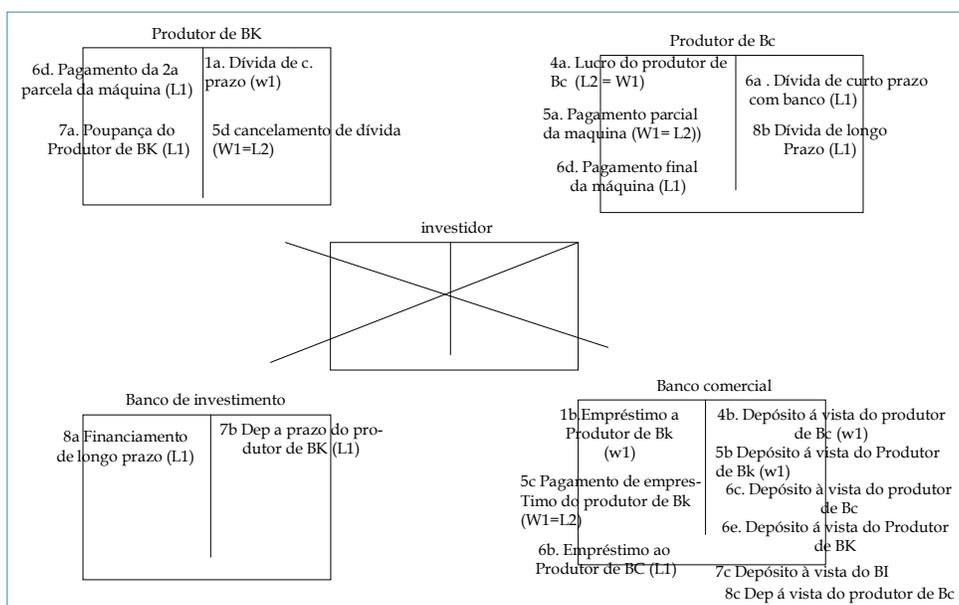
11. O produtor de bens de capital transforma o seu lucro em poupança (11 a) realizando um depósito de longo prazo no banco de investimento (11b) e também transferindo a esse último o depósito à vista correspondente (11c), que o utiliza para liquidar o empréstimo de curto prazo no banco comercial, (11d) cancelando a sua dívida (11e).

No esquema apresentado acima, aparece novamente a questão da liquidez, mas não a da poupança prévia. Isto é, para fechar os circuitos supõe-se que não haja uma manifestação exacerbada da preferência pela liquidez. Isto faz com que o produtor de

bens de capital transforme seus lucros que estavam originalmente sob a forma de depósito à vista em depósito à prazo no banco de investimento. Outra manifestação da (baixa) preferência pela liquidez aparece na atitude do banco de investimento que adianta recursos de longo prazo ao investidor sem ter o *funding* de maturidade correspondente, baseado na presunção de que em algum momento substituirá seu passivo de curto prazo por um de longo prazo.

Uma última consideração sobre o sistema baseado no crédito trata da variante do autofinanciamento, ou seja, quando o investidor é o produtor de bens, no caso de bens de consumo que já utilizou a parcela de seu lucro para financiar parte do investimento (Figura 3e).

Figura 3e
O sistema baseado no crédito: a variante do autofinanciamento (final)



Nessa hipótese o produtor de bens de consumo terá de pagar a parcela adicional da máquina (equivalente a L1) ao produtor de bens de capital. Se o produtor de bens de consumo solicitar um empréstimo de longo prazo ao BI, o esquema é o mesmo descrito em 3d. No entanto;

6. Pode solicitar um empréstimo de curto prazo ao banco comercial (6a) e (6b) sendo creditado com depósitos à vista (6c), que utiliza para pagamento da segunda parcela da máquina (6d) transferindo os depósitos à vista ao produtor de Bk(6e)

7. O produtor de bens de capital pega a sua poupança (7a) que está sob a forma de depósitos à vista e a transforma em depósito à prazo no Banco de Investimento (7b) transferindo à este os depósitos à vista (7c)

8. O banco de Investimento concede um crédito de longo prazo ao produtor de BC (8a)e (8b) que recebe os depósitos à vista e os utiliza para cancelar a dívida de curto prazo com o banco comercial (8c).

O aspecto a destacar neste circuito particular é que o investidor final, no caso o produtor de bens de consumo, fica durante um período, com elevado grau de descasamento entre ativos e passivos pois usa crédito de curto prazo para pagar a segunda parcela da máquina. Este problema só é resolvido quando ele troca a dívida de curto por uma de longo prazo. Boa parte das interpretações tradicionais do *finance-funding* keynesiano destaca essa alternativa que é apenas uma das muitas possibilidades.

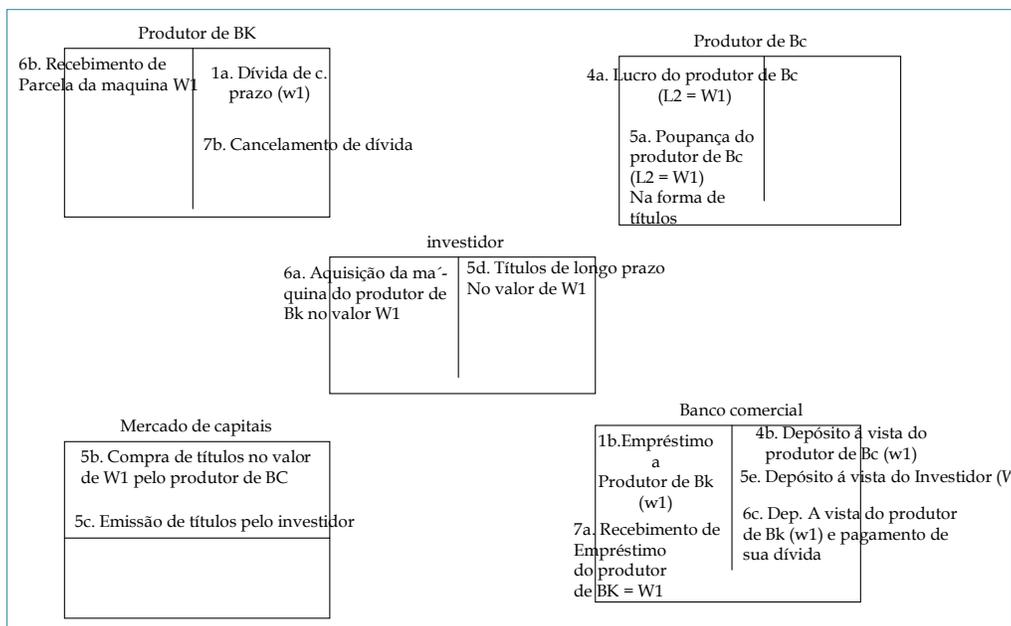
O financiamento da acumulação de ativos com base no mercado de capitais guarda diferenças importantes com o sistema baseado no crédito. No esquema apresentado a seguir, a parte inicial é idêntica àquela apresentada na figura (3 a) que se encerra com a realização dos lucros do produtor de bens de consumo que constitui na sua poupança e assume a forma de depósitos à vista. Na seqüência temos (Figura 4a):

5. A poupança do produtor de bens de consumo (5a) vai assumir a forma de títulos que ele vai adquirir no mercado de capitais (5b). Esses títulos, são emitidos no mercado primário pelo investidor (5c) e constituem a sua dívida de longo prazo (5d) e inicialmente se encontra na forma de depósito à vista nos banco comercial, em seu nome (5e)

6. O investidor paga a primeira parcela da maquina ao produtor de bens de capital (6a) que a recebe sob a forma de transferência de depósito à vista (6b).

7. O produtor de bens de capital paga a sua dívida ao banco (7a) que a cancela (7b).

Figura 4 a
O sistema baseado no mercado de capitais



O segundo passo do financiamento é um pouco mais complexo e envolve duas variantes; na primeira, Figura 4b

8. O investidor como não consegue financiamento longo no mercado de capitais se endivida no curto-prazo (8a) como o banco comercial que o credita em depósito à vista (8b e 8c)

9. De posse desses recursos, paga a segunda parcela da máquina (9a) ao produtor de Bk, no valor de $L1$, que a recebe transformando-a na sua poupança (9b)

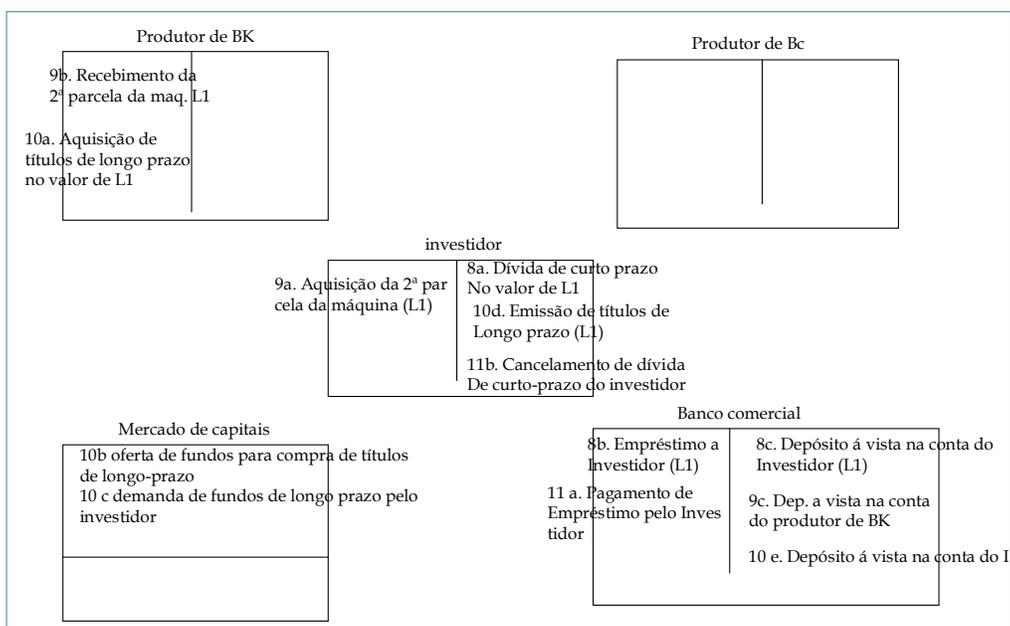
10. A poupança do produtor de bens de capital vai assumir a forma de títulos de longo prazo (10b) e o investidor aproveita a oferta de fundos para emitir dívida de longo prazo (10c), ficando agora com um passivo de longo prazo e outro de curto 10d. Com os recursos que lhe são transferidos sob a forma de depósito à vista vai pagar a sua dívida de curto prazo ao banco (11a) e cancelá-la do seu passivo (11b).

Nesse caso, à semelhança do financiamento no sistema de crédito há um momento de elevado descasamento de prazo do investidor, até que consiga trocar sua

dívida de curto prazo correspondente ao pagamento da segunda parcela da máquina, por títulos de longo prazo.

Figura 4b

O sistema baseado no mercado de capitais: variante 1



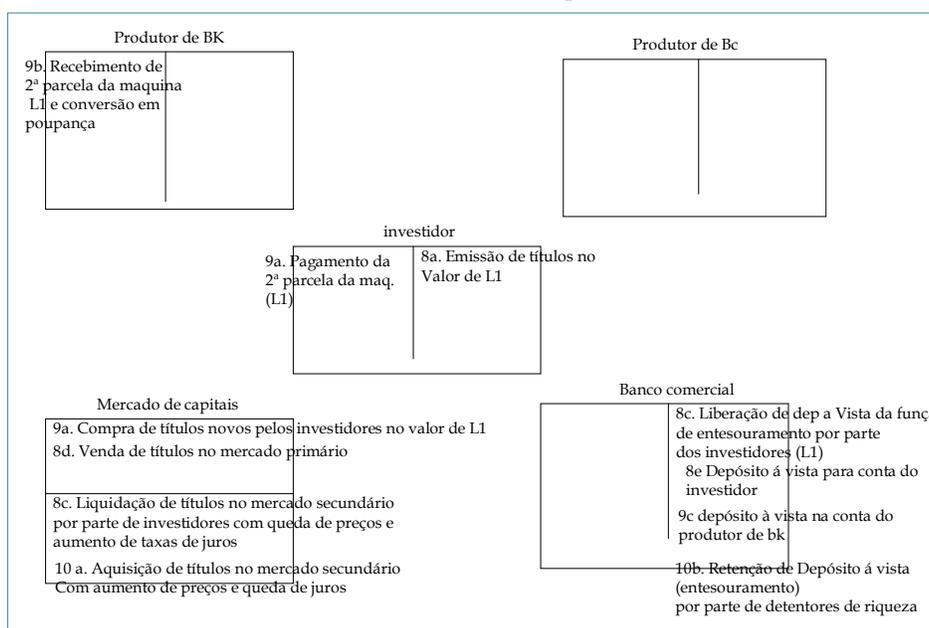
A segunda variante possível do financiamento via mercado de capitais exclui a participação dos bancos comerciais e, portanto a criação de moeda bancária, o que supõe uma realocação da liquidez já existente. Temos então, (Figura 4c):

8. O investidor resolve vender diretamente seus títulos no mercado primário (8a), mas, para vendê-los é necessário que outros investidores tenham disponibilidade para comprá-los, o que só é possível com a liquidação de títulos já existentes (com a conseqüente queda de preços desses títulos e aumento das taxas de juros (8c). Isso significa que, aos preços menores dos títulos e com aumento de taxas de juros, constante a preferência pela liquidez, ocorre liberação de moeda que estava “entesourada” no portfólio dos investidores (8c). Essa moeda é utilizada para comprar os títulos adicionais (8d) , virando depósito à vista na conta do investidor.

9. De posse desses depósitos o investidor paga a segunda parcela da máquina 9a e o produtor de bens de capital que a recebe (9b), torna-se o titular dos depósitos à vista depositados na sua conta corrente (9c).

10. Com esses recursos o produtor de bens de capital vai adquirir títulos no mercado secundário pois não há nova oferta no primário (10 a). Isto aumenta os preços dos títulos e faz cair a taxa de juros e constante a preferência pela liquidez, amplia o montante da moeda entesourada 10b.

Figura 4c
O sistema baseado no mercado de capitais: variante 2



O aspecto relevante a assinalar nessa hipótese - aliás, considerada por Keynes na discussão do *finance-funding* em artigo posterior à Teoria Geral, Keynes (1939) - são os seus maiores impactos em variáveis cruciais como o preço dos títulos, isto é na taxa de juros. E a razão capital é a não criação simultânea de liquidez via moeda bancária, ou seja, a exclusão do *finance* bancário.

A alternativa de utilizar como instrumentos do *funding* as ações ao invés de títulos acrescenta algumas dimensões novas ao financiamento, sem modificar os seus delineamentos básicos tratados acima. Uma das diferenças importantes seria o fato de

que no mercado secundário de ações se estabeleceria, por meio das suas cotações, uma forma de precificação distinta daquela do valor patrimonial. A diferença entre preços de mercado e valor patrimonial engendraria os incentivos à emissão primária – o q de Tobin – quando o segundo se colocasse persistentemente abaixo do primeiro. Dito de outra maneira, dado o fluxo de rendimentos esperados, a elevação das cotações, ao reduzir os retornos das ações já existentes abre espaço para a colocação de novas participações.

Na análise que realiza do mercado acionário como instrumento de financiamento, Singh (1997) avalia estatisticamente o processo de precificação dos mercados secundários concluindo que dificilmente eles refletem os fundamentos, e a razão fundamental para isto é a volatilidade das cotações, decorrentes de processo especulativos. Ademais, questiona também a proposição de que por meio de *takeovers* se aumentaria a eficiência do investimento passado. Para tanto mostra que o critério de sobrevivência das firmas nos processos de Fusões e Aquisições é o tamanho e não o desempenho. Ou seja, os *takeovers* ocorreriam muito mais em razão de ganhos de *market share* do que da eficiência.

Uma discussão relevante que pode ser abordada a partir do mercado de capitais diz respeito ao financiamento do setor público. Para vermos como isto funciona basta substituir nas Figuras 4 a, 4b e 4c, o investidor pelo governo. Ou seja, transformar o Governo em investidor fazendo-o comprador de bens de capital como, por exemplo, a construção de uma hidrelétrica ou de hospitais, ou simplesmente ampliando gastos de custeio. Os circuitos não diferem em nada dos circuitos relativos ao setor privado. A decisão do Governo gastar além da sua receita por meio de emissão de dívida cria, tanto quanto no setor privado, uma poupança macroeconômica igual ao gasto inicial.

Haveria alguma diferença no resultado que decorreria da natureza do gasto; se corrente ou de investimento. O essencial a reter é que no primeiro caso, de ampliação dos gastos correntes, o processo criou uma poupança exatamente igual à dívida do governo mas não criou ativos correspondentes, ou seja o Governo ficou mais endividado em termos líquidos. Se o Governo realiza um investimento, o processo é idêntico no que diz respeito à criação da poupança necessária para fundear a dívida mas difere em um aspecto importante: ele terá aumentado a sua dívida mas terá ampliado também os seus ativos ou seja, o endividamento líquido não aumentará. Essa análise ressalta a impropriedade da tese do *crowding out*.

Na discussão do financiamento há ainda dois casos que podem ser considerados mais genéricos, pois contêm aspectos que dizem respeito, em algum grau, a vários sistemas de financiamento. O primeiro deles diz respeito ao financiamento da especulação financeira – entendida esta última como a aquisição de ativos nos mercados secundários – e o segundo, ao papel da poupança externa. Começemos pelo primeiro, que terá como pano de fundo o sistema baseado no mercado de capitais, nos quais os processos especulativos – entendidos como inflação de preços de ativos – são mais recorrentes exatamente em decorrência da liquidez proporcionada pelos mercados secundários.

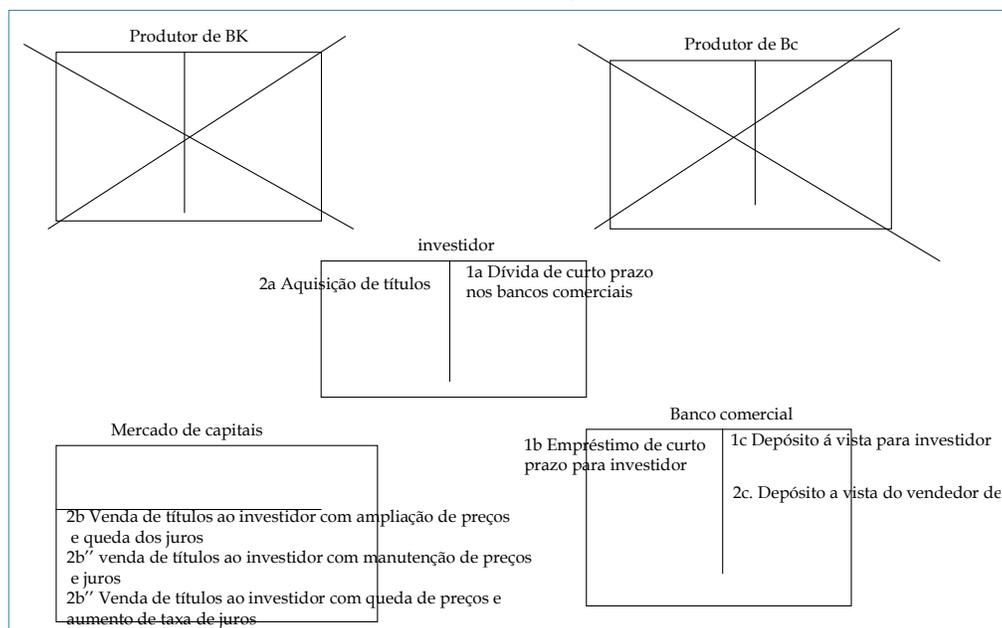
Na acumulação financeira, não existe produção de ativos instrumentais mas apenas transações de compra e venda de *securities* (títulos de dívida) no mercado secundário (Figura 5), vale dizer, excluem-se as transações relativas à emissão primária de títulos

1. O investidor resolve comprar títulos no mercado secundário por meio de emissão de dívida de curto prazo (1 a e 1b)) recebendo um empréstimo do banco que o credita com depósitos à vista (1c). Sua motivação é o diferencial de juros curto-longo.

2. No mercado de capitais existe, no momento inicial, um determinado estoque de títulos e de moeda. A distribuição da riqueza entre títulos e moedas reflete a preferência pela liquidez em cada momento⁶. Com a preferência pela liquidez constante, o aumento da oferta de moeda se resolve pela sua absorção nos preços dos títulos. Assim, a primeira possibilidade, é a venda de títulos ao investidor com ampliação de preços e queda de juros (2b). A segunda hipótese é a de que tenha havido uma variação na preferência pela liquidez de forma que o seu aumento implica num encaixe de mais moeda, ou seja, investidores se desfazem de títulos ao preço de mercado porque querem mais moeda (2b'). Nesse caso a taxa de juros se mantém inalterada. A terceira hipótese é a de que haja uma substancial ampliação da preferência pela liquidez com venda expressiva de títulos e corrida para a moeda (2b''). Haveria ainda a possibilidade de redução substancial da preferência pela liquidez o que implicaria aumento desproporcional nos preços dos títulos e queda dos juros.

(6) Para uma discussão mais geral das várias possibilidades ver o capítulo 15 do *Treatise on Money*, no qual Keynes (1935) discute a circulação financeira.

Figura 5
Financiamento: a acumulação financeira



A discussão da hipótese da acumulação financeira sugere que a aquisição de títulos de dívida nos mercados secundários, alavancada com crédito bancário – uma operação típica de *carry trade* – pode ter, e em geral tem, um impacto nos preços dos títulos e nas taxas de juros. Com preferência pela liquidez constante ou declinante, esse impacto é ainda maior. Esse é sem dúvida um bom ponto de partida para analisar as bolhas de preços de ativos, recorrentes nas economias desreguladas.

A análise da acumulação puramente financeira sugere uma outra discussão de grande relevância atinente ao processo de circulação financeira propriamente dito, relativo ao resgate periódico dos títulos no seu vencimento ou, quando houver mercado secundário, dos resgates antecipados. Nesse plano a questão central é da preferência pela liquidez e sua relação com a taxa de juros. A cada momento, temos uma certa composição de portfólio dos agentes relevantes e a escolha entre moeda e títulos. O aumento da preferência por moeda determina um ajuste necessário na taxa de juros a fim de equilibrar a composição dos portfólios entre títulos e a quantidade de moeda disponível.

Esse funcionamento da circulação financeira lança luz sobre o problema da composição de portfólios e o financiamento da dívida pública. Na renovação de títulos da dívida pública, pode haver uma ampliação da preferência pela liquidez que terminará se resolvendo num aumento das taxas de juros para rolar essa dívida. A partir

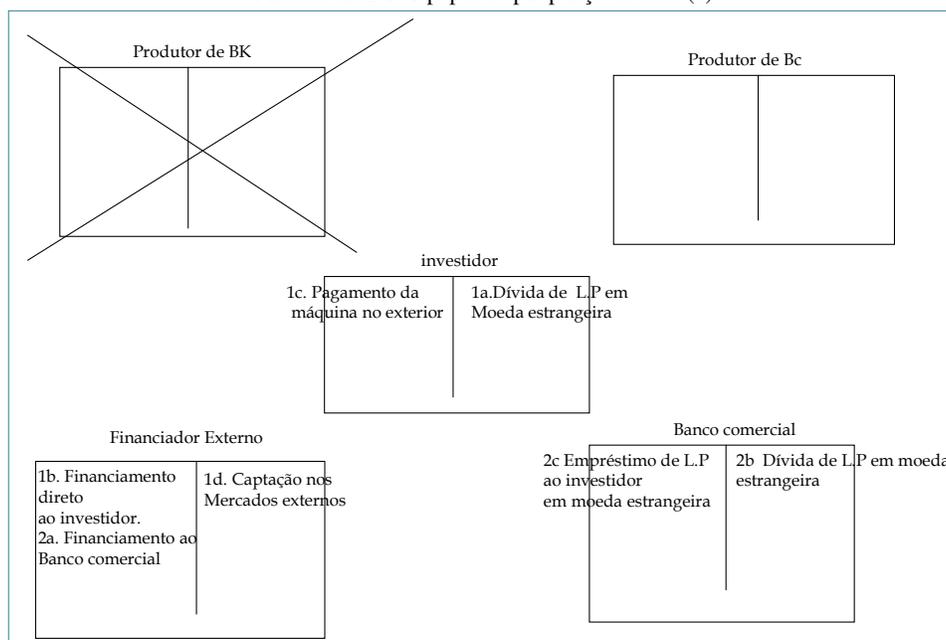
daí vários casos são possíveis: a) se o aumento da preferência pela liquidez é generalizado todo o espectro de taxa de juros se elevará proporcionalmente; b) se a preferência pela liquidez não se altera para os demais títulos as taxas de juros desses últimos permanecerão constantes caindo, portanto o *spread* de juros entre títulos públicos e privados. Convém assinalar que em nenhum dos dois casos haverá disputa de recursos (poupança) entre o setor público e o privado, vale dizer, o denominado *crowding out*. O efeito produzido pela rolagem da dívida pública no caso mais desfavorável será uma ampliação generalizada das taxas de juros, decorrente da realocação dos portfólios, cujo impacto sobre a criação da renda será, provavelmente, desfavorável.

No financiamento com utilização da poupança externa há algumas possibilidades ou alternativas: a distinção essencial é a de se há ou não produtores de bens de capital domésticos. Na primeira hipótese não há, então:

1. O investidor emite uma dívida em moeda estrangeira (1a e 1b) correspondente ao valor integral da máquina e compra a máquina no exterior (1c).

2. Alternativamente essa dívida em moeda estrangeira pode ser contratada por um banco local (2b) que a repassa para o investidor pagar a máquina (2c). Nesse último caso o aspecto decisivo é o de quem assume o risco cambial.

Figura 6a
Financiamento: o papel da poupança externa (a)



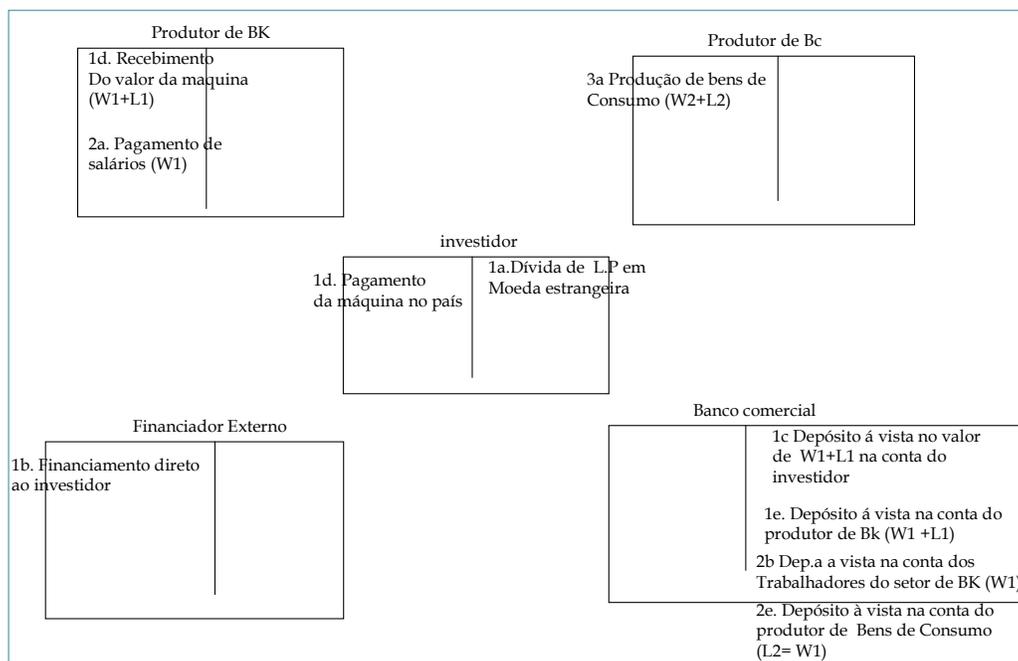
Na segunda alternativa, existe produção doméstica de bens de capital e os circuitos se desdobram da seguinte forma:

1. O investidor emite um dívida em moeda estrangeira (1a) financiado por um agente externo (1b) e o valor dessa dívida é depositado no banco comercial sob a forma de depósito á vista (1c). Com este último ele paga ao produtor de bens de capital o valor integral da máquina (1d) lhe transferindo o depósito á vista correspondente 1e.

2. O produtor da máquina paga salários aos seus trabalhadores (2a) no valor de W_1 , transferindo esse valor na forma de depósitos à vista (2b). Note-se que ao receber antecipadamente a máquina, já realiza o seu lucro no valor L_1 que permanece depositado no banco

3. O produtor de bens de consumo (financiado da mesma forma que no esquema básico) produz bens de consumo. Como resultado fica ao final com depósitos à vista no valor de L_2 .

Figura 6b
Financiamento: o papel da poupança externa (b)



Nesse caso, a poupança externa produz situações inusitadas ou seja, tal qual demonstrado por Breser-Pereira e Gala (2007), uma substituição da poupança doméstica por poupança externa. Esta última continua existindo sob a forma de depósitos à vista, contribuindo assim apenas para a ampliação da liquidez ou, eventualmente, no caso de sua utilização para a aquisição de ativos reais e financeiros, para a especulação. A similitude desse caso genérico com os processos de endividamento externo associados à especulação nos mercados domésticos de títulos ou imobiliário, como ocorrido nos países asiáticos, na segunda metade dos anos 1990, é inequívoca.⁷

Conclusões

Ao longo desse texto examinou-se a conformação de esquemas alternativos do financiamento da acumulação de ativos. Desta análise, que pouco recorreu a exemplos empíricos, pode-se deduzir algumas hipóteses a serem examinadas com mais detalhe no caso de países periféricos e particularmente do Brasil. A primeira conclusão mais geral do texto é o reforço à tese da pouca importância da poupança prévia para o financiamento da acumulação de ativos. Como ficou evidente, o principal problema dos países periféricos que atingiram um grau mínimo de desenvolvimento do sistema

(7) No que se refere ao papel desempenhado pela poupança externa, a teoria neoclássica sempre postulou a relevância dos fluxos de poupança direcionados dos países desenvolvidos para os em desenvolvimento. O fundamento dessa transferência seria a dotação diferenciada de fatores de produção com a característica escassez de capital desses últimos e os diferenciais de remuneração a justificá-la. Nos países em desenvolvimento, isto corresponderia também a um déficit de divisas, ou em transações correntes (modelo dos dois hiatos).

A evolução recente da economia mundial, nesse aspecto, nega frontalmente a tese neoclássica. Em primeiro lugar, porque os fluxos financeiros ganham autonomia quase total ante as necessidades de transações correntes. Como salientado por Obstfeld e Taylor (2004) a globalização constitui sobretudo um processo de diversificação de portfólios na qual as transações brutas ampliam-se consideravelmente ante as líquidas. Ou seja, o financiamento líquido é pouco relevante e não obedece a direção esperada. No caso de muitos países e de maneira preponderante em termos agregados, os fluxos de capitais fluem *uphill*, vale dizer, dos países emergentes para os desenvolvidos. Diante dessas evidências a teoria neoclássica como mostra Biancarelli (2007), refugiou-se na tese da relevância microeconômica dos fluxos de capitais, ou seja, na sua importância para o financiamento de certas atividades ou como instrumento de ampliação da concorrência.

Autores como Prasad, Rajan e Subramanian (2007) constataam o paradoxo dos fluxos de capitais não fluírem dos ricos para os pobres e, mais do que isto, de não fluírem principalmente, para aqueles países que têm um crescimento mais acelerado. Atribuem isto ao baixo desenvolvimento financeiro desses países ou a sua incapacidade de utilizar adequadamente a poupança externa – que aliás, como vimos, não faz falta. Nesses países, essa incapacidade de utilizar adequadamente a poupança externa, produz um duplo resultado: como a absorção não cresce *pari passu* com os fluxos de capitais, ou seja, o déficit em transações correntes não se amplia, ocorre em geral uma apreciação da taxa de câmbio. Por sua vez, os fluxos de capitais terminam por ser desviados para investimento improdutivos, como os imobiliários, nos quais a colateralização é mais fácil. Na verdade, o que ocorre, como mostrado acima, é uma duplicação da poupança disponível e um incentivo à sua utilização em processos especulativos.

financeiro, é a excessiva preferência pela liquidez que impede a alocação da poupança em ativos financeiros de prazo mais longo. Isto implica concluir que a investigação da incapacidade desses sistemas em prover financiamento de longo prazo deva se centrar nas causas que determinam essa preferência pela liquidez.

Na questão da excessiva preferência pela liquidez está também posto a determinação da taxa de juros e seu patamar elevado, característico de países como o Brasil. Vale dizer, o patamar da taxa de juros é independente da adequação entre demanda e oferta de fundos emprestáveis, do ponto de vista macroeconômico, pois estes já estão compatibilizados *a priori*. Esse desequilíbrio entre oferta e demanda de fundos ocorre na **transformação de prazos** da poupança em razão da elevada preferência pela liquidez dos detentores da poupança. Por esta razão esse desequilíbrio pode acarretar taxas de juros mais elevadas, se essas são determinadas no mercado.

Outra dimensão enfatizada no texto refere-se a algumas desvantagens para o financiamento da acumulação de ativos instrumentais inerente ao sistema fundado no mercado de capitais. Isto ficou evidente em duas passagens: em primeiro lugar, o que também não constitui uma novidade *tout court*, a maior propensão especulativa – ciclos de preços de ativos – desse sistema em razão da liquidez dos títulos. Em segundo lugar, por conta da maior dificuldade em realizar a segunda etapa do *funding* sem a concomitante expansão do *finance*, o que termina por criar maior volatilidade no preço dos títulos e nas taxas de juros.

A superioridade do sistema baseado no crédito ante aquele fundado no mercado de capitais, no financiamento do desenvolvimento, é explicitamente defendida por algumas correntes, como por exemplo, em Singh e Weisse (1998). Pra esses autores, o primeiro sistema teria maior capacidade de avaliar riscos e performances dada a qualidade superior das informações que decorreria da relação de clientela. Essa relação especial pode também dar suporte a uma oferta de fundos por parte dos bancos muito menos volátil comparativamente àquela originada no mercado de capitais. Por sua vez, a baixa liquidez dos empréstimos também estimula a busca da remuneração centrada nos rendimentos e no longo prazo, contrariamente aos ganhos de capital e ao curto prazo prevaletentes no mercado de capitais.

Discutiu-se também no texto, a partir do circuito baseado no mercado de capitais, o financiamento do setor público. Na análise do financiamento do déficit público constatou-se a improcedência da tese do *crowding out*. O gasto público

correspondente ao déficit, como, aliás, o seu congênere privado, é capaz de gerar a poupança necessária para financiá-lo. Tanto quanto no financiamento privado, o problema reside na transformação de prazos, ou seja, na captura da poupança na sua forma líquida e sua conversão em títulos de longo prazo.

A questão do financiamento da dívida pública aparece também no âmbito da circulação financeira, ou da sua rolagem. Nesse plano, eventuais variações na preferência pela liquidez relativas à dívida pública podem fazer variar os juros dos títulos públicos, que dependendo das circunstâncias podem implicar em variação concomitante dos juros das dívidas privadas. Nesse caso, por esse ajuste relativo de taxas de juros poderá provocar efeitos na flutuação do produto e do emprego. Mas não por conta da disputa do fluxo de poupança, mas do seu estoque. De qualquer maneira, o mecanismo de transmissão será a taxa de juros.

Por fim, uma quarta constatação que se impôs refere-se ao papel da poupança externa. De acordo com a análise realizada, esta só tem um papel positivo em países com uma base produtiva pouco desenvolvida. Naqueles países nos quais existe uma indústria de equipamentos de porte significativo, a poupança externa exerce um papel deletério. Ao substituir a poupança doméstica sem eliminá-la termina por deixar essa última sem a função de *funding* do investimento reforçando o seu caráter de curto prazo e a eventual alocação em atividades especulativas. Como sugerido por Singh e Weisse (1998), a combinação da utilização de poupança externa com um sistema baseado no mercado de capitais converte o sistema financeiro numa caixa amplificadora dos choques externos.

Referências bibliográficas

AGÉNOR, P.; MONTIEL, P. J. Development macroeconomics. New Jersey: Princeton University Press, 1999.

ARESTIS, P.; NISSANKE, M.; STEIN, H. Financial and development: institutional and policy alternatives to financial liberalization theory. *Eastern Economic Journal*, v. 31, n. 2, p. 245-263, 2005.

BACHA, Edmar Lisboa. Incerteza jurisdicional e crédito de longo prazo. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVERIA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria e Anbid, 2005. p. 169-173.

- BRESSER-PEREIRA L. C.; GALA, P. Por que a poupança externa não promove crescimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 27, n.1, jan./mar. 2007.
- CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconvertibilidade monetária. *Revista de Economia Política*, v. 28, n. 4, out. 2008.
- CHICK, V. The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and credit. *Economies et Sociétés*, 3, 1986. (Reprinted in: CHICK, V. *On money, method and Keynes*. New York: St Martin's Press, 1992).
- HERMANN, J. Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. Tese (Doutoramento)– IE-UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.
- HERMANN, Jennifer. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri, SP: Editora Manolo e Fundação Konrad Adenauer, 2003.
- HILFERDING, R. *El capital financiero*. Madrid: Editora Tecnos, 1973.
- KALECKI, Michal; MIGLIOLI, Jorge (co-aut.). *Crescimento e ciclo das economias capitalistas*. 2 ed. rev. 3a reimpr. São Paulo: HUCITEC, 1990. 193p., il., 21cm. (Economia & planejamento. Teoria contemporânea; v. 1).
- KEYNES, John Maynard. *Alternative theories of the rate of interest*. CW, v. XIV, 1937a.
- KEYNES, J. M. *Mr. Keynes 'Finance'*. CW, v. XIV, 1937b.
- KEYNES, J. M. *Process of capital formation*. CW, v. XIV, 1939.
- KEYNES, J. M. A teoria *ex ante* da taxa de juros. Coletânea de textos em: IPEA. *Clássicos de literatura econômica*. Rio de Janeiro, 1992.
- KEYNES, J. M. *A treatise on money*. New York: Macmillan: ST Martin's, 1935. 2v.
- KREGEL, J.; BURLAMAQUI, L. Finance, competition, instability and development. Tallinn: Tallinn University of Technology, 2006. (Working Papers in Technology Governance and Economic Dynamics, n. 4).
- LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, v. 35, n. 2, p. 688-726, 1997.
- MARX, Karl. "O Capital". Livro II. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 1974.
- MCKINNON, R. *Money and capital in economic development*. Washington: Brookings Institution Press, 1973.
- OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. Global capital markets: integration, crisis, and growth. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

PRASAD, E.; RAJAN, R. G.; SUBRAMANIAN, A. *Foreign capital and economic growth*. Washington, DC: NBER, 2007. (Working Paper 13619).

SHAW, E. S. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press, 1973.

SINGH, A. Financial liberalization, stockmarkets and economic development. *The Economic Journal*, 107 p. 771-782, May 1997.

SINGH, A.; WEISSE, B. Emerging stockmarkets, portfolio capital flows and long-term economic growth: Micro and macroeconomic Perspectives. *World Development*, v. 26, n. 4, 1998.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. (Org.). *Macroeconomia moderna – Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

ZYSMAN, J. *Governments, markets, and growth: finance and the politics of industrial change*. Cornell University Press, 1983.