

Acumulação de Capital, Sistema Financeiro e Regulação Governamental

Uma análise comparativa das contribuições de Keynes, Stiglitz e Dymski

José Luís Oreiro * **

Resumo : Este artigo procura analisar o papel da regulação governamental sobre a performance dos mercados financeiros, notadamente no que se refere a determinação do ritmo de acumulação de capital, ou seja, a determinação do volume do investimento em capital fixo. Para tanto, são analisadas as contribuições de J.M. Keynes, J. Stiglitz e G. Dymski para o tema em consideração. Nesse contexto, iremos verificar que apesar da existência de divergências entre esses autores no que se refere ao arcabouço teórico utilizado para analisar essa questão e com relação aos critérios de avaliação da performance dos mercados financeiros; os mesmos convergem numa série de pontos relacionados ao desempenho desses mercados e o papel da regulação governamental. Mais precisamente, iremos argumentar que, para os autores em consideração, o livre funcionamento dos mercados financeiros pode resultar numa situação de sub-acumulação de capital, isto é, numa situação em que o investimento realizado pelas firmas é menor do que aquele que as firmas desejariam realizar dadas as condições vigentes nesses mercados. A regulação governamental, na forma de mecanismos de repressão financeira, de programas de direcionamento de crédito e de tributação sobre a transferências de ações, pode melhorar a performance dos mercados financeiros, contribuindo decisivamente para o aumento do investimento em capital fixo.

Palavras-Chave : Falhas de Mercado, Repressão Financeira e Acumulação de Capital.

Janeiro de 2002

1 – Introdução

Desde meados da década de 1970 tem-se observado um movimento crescente em prol da liberalização dos mercados financeiros, ou seja, pela redução ou até mesmo abolição da regulação governamental nesses mercados. Um número considerável de economistas passou a se opor a existência de restrições a taxa de juros máxima que os bancos podiam pagar pelos depósitos dos seus clientes ou que podiam cobrar de seus empréstimos, às restrições de caráter geográfico a atuação dos bancos, aos tipos de investimentos que os bancos poderiam fazer e etc.

Em larga medida esse fenômeno está relacionado com o assim denominado “modelo de liberalização financeira”, desenvolvido após as contribuições originais de Shaw (1973) e McKinnon (1973) (cf. Studart, 1995, p.21). A idéia básica desse modelo é que a existência de patamares máximos para a taxa de juros e as políticas de direcionamento de crédito por parte do governo acabam por reduzir a poupança agregada, o que contribui para manter o investimento em capital fixo a um nível baixo. Uma reduzida taxa de acumulação de capital, por sua vez, afeta negativamente a taxa de crescimento econômico, a qual é mantida abaixo do potencial (*Ibid*, p.21).

Até meados da década de 1990 parecia haver um consenso entre os economistas ligados a grandes instituições internacionais – como, por exemplo, o FMI e o Banco Mundial - e entre os meios políticos da maior parte dos países ocidentais de que a regulação governamental era, em geral, prejudicial a performance dos mercados financeiros. Nesse contexto, é ilustrativo o fato de que a adesão da Coreia do Sul a OECD só ter sido possível após a liberalização do seu sistema financeiro no início do anos 90 (cf. Crotty & Dymski, 1998, p.19).

A crise do Sudeste Asiático em 1997, contudo, tem levado um número crescente de economistas a questionar o paradigma dos mercados financeiros liberalizados. Começa a surgir um consenso de que essa crise foi um resultado direto do movimento de liberalização financeira ao qual os países do Sudeste Asiático aderiram na década de 90. Essa liberalização permitiu, por um lado, a entrada de um grande volume de capitais de curto-prazo nos sistemas financeiros desses países, tornando os mesmos suscetíveis a crises bancárias geradas por profecias auto-realizáveis (cf. Rodrik, D; Velasco, A.; 1999). Por outro lado, a redução da regulação governamental acabou por permitir o aparecimento do problema de risco moral, o qual foi um dos responsáveis pela surgimento da bolha especulativa nos países dessa

região durante a primeira metade dos anos 90.

Nesse contexto, uma questão relevante a ser feita é saber em que medida a posição defendida pelo modelo de liberalização financeira pode ser justificada em termos econômicos; ou se essa posição nada mais é do que um compromisso de natureza ideológica com a tese de que os mercados se auto regulam. Em outros termos, a questão a ser formulada é saber se existem argumentos teóricos que justifiquem uma performance superior dos mercados não regulados vis-à-vis aos mercados regulados.

O objetivo deste artigo é precisamente mostrar que existem sólidos argumentos teóricos contra a tese do desempenho superior dos mercados não regulados. Esses argumentos podem ser encontrados nos escritos de John Maynard Keynes, Joseph Stiglitz e Gary Dymksi.

As abordagens desenvolvidas por esses três autores, embora apresentem diversos pontos de divergência no que se refere ao referencial teórico e os critérios utilizados para avaliar a performance dos mercados financeiros, convergem para a idéia de que mercados não regulados tendem a apresentar um desempenho inferior ao que seria desejável com base em certos critérios. Em particular, os mercados não regulados não são capazes de fazer uma alocação eficiente de recursos (Stiglitz), não são funcionais ao desenvolvimento econômico (Dymksi) e não são compatíveis com a estabilidade macroeconômica (Keynes).

Ainda no que se refere ao desempenho dos mercados não regulados, os três autores convergem para a idéia de que os mesmos tendem a gerar *sub-acumulação de capital*, ou seja, uma situação na qual o investimento realizado pelas firmas é menor do que o investimento que elas desejariam realizar dadas as condições prevalecentes no sistema econômico.

Para os autores em consideração, a regulação governamental na forma de repressão financeira, políticas de direcionamento de crédito e impostos sobre a transferência de ações pode atuar no sentido de melhorar a performance desses mercados e também para reduzir ou eliminar o problema da sub-acumulação de capital.

Dado isso, o presente artigo está organizado em seis sessões incluindo a presente introdução. A sessão dois está dedicada a apresentação da abordagem de Keynes para a questão da performance dos mercados financeiros e, em particular, o mercado de capitais. A sessão três apresenta a abordagem de Stiglitz, a qual se baseia

no mapeamento das possíveis falhas de mercado nos sistemas financeiros. A sessão quatro apresenta a abordagem histórico-institucional de Dymski e a sessão cinco faz uma análise comparativa entre as três abordagens. A sessão seis apresenta as conclusões obtidas ao longo do artigo.

2 – O Mercado de Capitais e o Sistema Financeiro em Keynes

2.1 – Mercado de capitais, investimento e instabilidade

No capítulo 12 da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda; Keynes apresenta a idéia de que o desenvolvimento do mercado de capitais – isto é, a bolsa de valores – tem um efeito ambíguo sobre a decisão de investimento em capital fixo. Por um lado, diz Keynes, o mercado de capitais atua no sentido de **aumentar** o volume de investimento ao conferir *liquidez* aos direitos de propriedade sobre o estoque de capital físico existente, ou seja, as ações.

A liquidez é um atributo que permite ao investidor se livrar de uma parte ou da totalidade do estoque de capital resultante das suas decisões passadas de investimento. Em outras palavras, o desenvolvimento do mercado de capitais confere uma certa *reversibilidade* à decisão de investimento em capital fixo. Essa reversibilidade é valorizada pelos empresários pois as suas decisões de investimento em capital fixo são tomadas num contexto de *incerteza*, ou seja, num contexto no qual os empresários não tem como antecipar os resultados possíveis de tais decisões. Nas palavras de Keynes :

“For the fact that each individual investor flatters himself that his commitment is liquid (though this cannot be true for all investors collectively) calms his nerves and makes him much more willing to run a risk. If individual purchases of investment were rendered illiquid, this might seriously impede new investment, so long as alternative ways in which to hold his savings, are available to him” (1936, p. 160)

Por outro lado, Keynes afirma que o desenvolvimento do mercado de capitais aumenta a **volatilidade** do investimento pois tal desenvolvimento está associado a uma fragilidade crescente do *estado de confiança*. De fato, a decisão de investimento em capital fixo não depende apenas do **melhor prognóstico** que o empresário consiga formular sobre a rentabilidade futura do novo equipamento de capital mas também da **confiança** com a qual ele formula esse prognóstico, ou seja, depende também da plausibilidade que o indivíduo atribui a hipótese de que esse seu prognóstico seja **incorreto**. Se o estado de confiança for baixo então o empresário não se sentirá estimulado a investir pois estará pouco seguro a respeito da rentabilidade que poderá

obter com o novo equipamento de capital.

Desse razoado se segue que o estado de confiança é uma variável fundamental para a determinação do volume de investimento em capital fixo. Nesse contexto, o desenvolvimento do mercado de capitais pode contribuir para **aumentar a volatilidade** do estado de confiança e, portanto, do volume de investimento. De fato, o desenvolvimento desses mercados faz com que a decisão de investimento não seja mais determinada pelas **expectativas dos empresários** sobre a rentabilidade do equipamento de capital ao longo de toda a sua vida útil; mas pelas **expectativas dos especuladores** a respeito do comportamento futuro dos preços dos direitos de propriedade sobre o estoque de capital existente. Nas palavras de Keynes :

“For there is no sense in building up a new enterprise at a cost greater at which a similar existing enterprise can be purchased; whilst there is an inducement to spend on a new project what may be seen an extravagant sum, if it can be floated off on the Stock Exchange at a immediate profit. Thus certain classes of investment are governed by the average expectations of those who deal on the Stock Exchange as revealed in the price of shares, rather than by genuine expectations of the professional entrepreneur” (1936, p.151)

Essas expectativas são determinadas com base numa convenção, qual seja : de que a situação corrente irá permanecer indefinidamente a não ser que se tenha alguma razão para se esperar uma mudança. Em outras palavras, os especuladores formam suas expectativas sobre os preços das ações através da projeção no futuro da situação prevalecente nos negócios no momento em que eles estão formando as suas expectativas.

Se os especuladores puderem confiar na manutenção da convenção, então eles só precisam se preocupar com a ocorrência de “novidades” ao longo de um horizonte curto de tempo. Isso porque, por um lado, a existência de mercados de capitais faz com que a compra dos direitos de propriedade sobre o estoque de capital existente seja uma decisão *reversível* no longo prazo; e, por outro lado, a validade da convenção assegura que as variações dos preços desses papéis só possa ocorrer em função da chegada de “novidades” que mudem a situação corrente.

Nesse contexto, a adesão a convenção atua no sentido de aumentar o estado de confiança dos agentes e, dessa forma, facilita o investimento em capital fixo.

Contudo, a adesão a essa convenção é bastante frágil. Isso porque, segundo Keynes, a maior parte dos indivíduos que transacionam no mercado de capitais não

são investidores profissionais, mas amadores; os quais estão sujeitos à mudança de opinião produzida pela ocorrência de fatores irrelevantes (não fundamentais). Nas palavras de Keynes :

“A conventional evaluation which is established as the outcome of the mass psychology of a large number of ignorant individuals is liable to change violently as the result of a sudden fluctuation of opinion due to factors which do nor merely make such difference to the prospective yield ...” (1936, p.154).

A presença de investidores profissionais não atenua essa instabilidade, pelo contrário, torna esta maior ainda. Isso porque os mesmos não se preocupam em estimar o rendimento dos investimentos, mas em antecipar a “psicologia do mercado”. De fato, Keynes diz que :

“(...) Professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred of photographs, the prizes being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole, so that each competitor has to pick up, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch up the fancy of other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view” (1936, p.156).

Esse comportamento dos investidores convencionais se explica pela existência de incentivos de reputação ao assim chamado “comportamento de manada”. De fato, aquele investidor profissional que tentar ganhar dinheiro através da estimativa dos rendimentos de longo prazo dos investimentos, num contexto em que a maioria dos agentes tenta simplesmente antecipar a “opinião média” sobre os preços das ações, está sujeito a uma perda maior de reputação – como bom profissional – no caso de ser mal sucedido do que a que ele teria caso fosse igualmente mal sucedido tentando antecipar a “opinião média”. Nas palavras de Keynes :

“(...) it is the long term investor, he who most promote the public interest, who will in practice come in most criticism, wherever investment funds are managed by committees or boards or banks. For it is the essence of his behaviour that he should be eccentric, unconventional and rash in the eyes of average opinion. If he is successful, that will only confirm the general belief in his rashness; and if in the short run he is unsuccessful, which is very likely, he will not receive much mercy. Worldly wisdom teaches that is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally” (Ibid., p.158)

Nesse contexto, para reduzir a volatilidade dos mercados de capitais e diminuir a instabilidade do investimento em capital fixo, Keynes propõe a introdução ou o aumento dos impostos sobre a transferência de ações. Esses impostos

aumentariam o custo da especulação, fazendo com que a decisão de compra de ações fosse mais motivada pelo desejo da obtenção de dividendos futuros do que pela perspectiva de ganho de capital com a venda desses papéis. De fato, Keynes diz que :

“It is usually agreed that casinos should, in the public interest, be inaccessible and expensive. And perhaps the same is true of stock exchanges. That the sins of the London Stock Exchange are less than of Wall Street may be due (...) to the fact that to the average Englishman Throgmorton Street is, compared to Wall Street to the average American, inaccessible and very expensive. The jobber’s ‘turn’, the high brokerage charges and the heavy transfer tax payable to the Exchequer (...) sufficiently diminish the liquidity of the market (...) to rule out a large proportion of the transaction characteristic of Wall Street. The introduction of a substantial government transfer tax on all transactions might prove the most serviceable reform available, with a view to mitigating the predominance of speculation over enterprise in the United States” (Ibid., p.160)

2.2 – O papel do sistema bancário

Até agora nos concentramos apenas no papel que o mercado de capitais desempenharia no processo de determinação do investimento em capital fixo. Mas qual seria o papel dos bancos ?

Segundo Keynes, os bancos desempenham um papel fundamental no processo de transição de um equilíbrio caracterizado por um baixo nível de atividade econômica para um equilíbrio com um alto nível de atividade. Isso porque o aumento do nível de atividade econômica exige um **aumento prévio** do investimento em capital fixo. Esse aumento, por sua vez, tem como consequência uma elevação da *preferência pela liquidez* para atender ao *motivo finanças*, ou seja, aquela quantidade de moeda que é demandada para cobrir o intervalo entre o momento no qual a decisão de investimento é tomada e o instante no qual o investimento é realizado (cf. Keynes, 1973^a, pp.207-208).

Esse aumento da preferência pela liquidez, por sua vez, deve ser atendido por um aumento do crédito bancário pois, do contrário, o “congestionamento” no mercado de crédito irá produzir um aumento da taxa de juros, o qual – se suficientemente forte - pode levar os empresários a deixar de implementar uma parte das decisões de investimento tomadas anteriormente a esse evento. Nas palavras de Keynes :

“(...) A pressure to secure more finance than usual may easily affect the rate of interest through its influence on the demand for money; and unless the banking system is prepared to augment the supply of money, lack of finance may prove an important obstacle to more than a certain amount of investment

decisions being on the tapes at the same time” (1973^a, p.209).

“The point remains, however, that the transition from a lower to a higher scale of activity involves an increased demand for liquid resources which cannot be met without a rise in the rate of interest, unless the banks are ready to lend more cash or the rest of the public to release more cash at the existing rate of interest” (1973b, p.222).

Nesse contexto, o papel do sistema bancário seria de importância fundamental uma vez que :

“(...) the banks hold the key position in transition from a lower to a higher scale of activity. If they refuse to relax, the growing congestion of the short-term loan market (...) will inhibit the improvement (...)” (1973b, p.222).

Deve-se observar que um aumento do crédito bancário implica, *ceteris paribus*, numa redução da liquidez dos bancos, uma vez que tal decisão implicaria num aumento da proporção dos empréstimos – os quais são ativos ilíquidos – no ativo total dos mesmos. Sendo assim, o “congestionamento” só será evitado se simultaneamente ao aumento da preferência pela liquidez por parte das empresas houver uma redução da preferência pela liquidez por parte dos bancos.

No entanto, não há nos escritos de Keynes posteriores a *Teoria Geral* nenhuma indicação a respeito dos determinantes da preferência pela liquidez dos bancos. Em outras palavras, Keynes não elaborou uma teoria da preferência pela liquidez da firma bancária. Sem essa teoria, não é possível saber, por exemplo, se a estrutura existente do sistema bancário é ou não adequada para proporcionar um alto nível de investimento, ou ainda se a regulação governamental do sistema financeiro é apropriada para se alcançar esse objetivo.

3 – Imperfeições nos Mercados Financeiros e Regulação Governamental : A contribuição de Stiglitz

3.1 – Informação Assimétrica e Racionamento de Crédito

O artigo seminal de Stiglitz e Weiss (1981) aborda o papel dos mercados financeiros na determinação do investimento a partir de um ponto de vista diferente do adotado por Keynes na *Teoria Geral*. A questão fundamental proposta por esses autores é analisar em que medida o mercado de crédito pode alocar os recursos disponíveis para o financiamento do investimento de forma eficiente. A alocação dos recursos disponíveis para o financiamento será dita **eficiente** se (i) forem financiados os projetos de investimento com maior rentabilidade esperada e (ii) nenhum projeto

de investimento com VPL positivo deixar de ser financiado.

Essas duas condições serão atendidas simultaneamente num contexto em que a taxa de juros for suficientemente flexível para ajustar a demanda e a oferta de fundos de empréstimo. Nesse caso, todos os projetos de investimento com VPL maior que zero serão financiados e os projetos de investimento que obtiveram financiamento são precisamente aqueles que possuem a maior rentabilidade esperada.

O argumento de Stiglitz e Weiss é que a taxa de juros pode deixar de desempenhar o papel de variável de ajuste entre a demanda e a oferta de fundos emprestáveis num contexto em que existe informação imperfeita no mercado de crédito. Mais precisamente, num contexto em que (i) os bancos não são capazes de estimar a probabilidade de *default* de cada um dos tomadores de empréstimos e (ii) os bancos não são capazes de monitorar as ações dos tomadores de empréstimos.

Consideremos a primeira fonte de informação imperfeita. Stiglitz e Weiss supõe em seu modelo que os bancos não são capazes de diferenciar os bons tomadores dos maus tomadores, ou seja, os bancos não são capazes de estimar a probabilidade de *default* daquelas firmas que se candidatam a um financiamento.

Nesse contexto, a taxa de juros pode funcionar como um mecanismo de sinalização da qualidade do tomador (*screening device*). De fato, os bons tomadores não estarão, via de regra, dispostos a pagar uma taxa de juros alta pois eles sabem que tem uma alta probabilidade de devolver o empréstimo ao banco. Por outro lado, os maus tomadores estarão dispostos a pagar taxas de juros mais altas por esse financiamento pois sabem que a probabilidade de pagar o empréstimo é muito pequena. Dessa forma, os bancos sabem que elevações da taxa de juros irão atuar no sentido de reduzir a qualidade média dos tomadores de empréstimos, ou seja, haverá um efeito de *seleção adversa* sobre a qualidade dos candidatos a financiamento.

A segunda fonte de informação imperfeita é referente ao monitoramento do comportamento dos tomadores. De fato, os bancos não são capazes de controlar o comportamento dos mesmos uma vez concedido o empréstimo. Em particular, o banco não tem como saber se o empréstimo concedido será utilizado para financiar o projeto originalmente apresentado ao banco, ou algum outro projeto que seja mais arriscado, mas que tenha um retorno para o tomador maior se bem sucedido. Entretanto, o incentivo que o tomador tem para escolher projetos mais arriscados é uma função da taxa de juros dos empréstimos. Quanto maior a taxa de juros, maior o incentivo para a adoção de projetos com maior risco. Existe, portanto, um efeito

incentivo adverso no caso de uma elevação da taxa de juros.

A existência dos efeitos seleção adversa e incentivo adverso faz com que o retorno esperado da carteira de empréstimos do banco seja uma função *não monótona* da taxa de juros. Mais precisamente, deve existir um valor para a taxa de juros – o qual será chamado de i^* – tal que o retorno esperado dessa carteira de investimentos é máximo. Se o banco fixar uma taxa de juros maior do que i^* então o retorno esperado de sua carteira irá se reduzir devido aos efeitos adversos que tal elevação terá sobre a probabilidade de *default*.

Para que se demonstrar a validade dessa afirmação, defina-se $E(r)$ como sendo a taxa de retorno esperada da carteira de empréstimos de uma firma bancária. Essa taxa de retorno pode ser expressa como o produto entre o percentual esperado de empréstimos pagos – o qual iremos denominar de ρ – e a taxa de juros cobrada sobre esses empréstimos – a qual será designada por i .

Devido aos efeitos de seleção adversa e incentivo adverso originados da existência de informação assimétrica, o percentual de empréstimos pagos será uma

função decrescente da taxa de juros, ou seja, $\rho = \rho(i); \quad \frac{\partial \rho}{\partial i} < 0$. Sendo assim, temos

que :

$$\frac{\partial E(r)}{\partial i} = \left\{ \rho(i) + i \frac{\partial \rho}{\partial i} \right\} \quad (1)$$

Observa-se na equação (1) que o sinal de $\frac{\partial \rho}{\partial i}$ é ambíguo. Contudo, é fácil constatar que para valores muito baixos de i , o sinal de (1) será positivo, ou seja, um aumento da taxa de juros irá produzir um aumento da taxa esperada de retorno da carteira de empréstimos do banco. Para valores muito altos de i , no entanto, o sinal de (1) será negativo e, conseqüentemente, um acréscimo da taxa de juros irá produzir

uma redução do retorno esperado para o banco. No ponto em que $\frac{\partial E(r)}{\partial i} = 0$, o

retorno esperado para o banco será máximo e a taxa de juros cobrada pelo mesmo será aquela que lhe proporciona o maior lucro possível (Figura 1).

$E(r)$

Figura 1

i^* i

O ponto a ser ressaltado é que só por uma “feliz coincidência” o valor da taxa de juros que equilibra o mercado de fundos de empréstimo será igual à i^* . Em geral, o nível de taxa de juros que equilibra o mercado de crédito será diferente do valor da taxa de juros que maximiza o retorno esperado da carteira de empréstimos dos bancos. Em particular, é possível que i^* seja menor do que o nível que equilibraria o mercado de fundos de empréstimos (Figura 2).

S
i

i^e

i^*

D : Demanda de crédito

S : Oferta de crédito

D

S_1 $D_0 = S_0$ D_1 D, S

Figura 2

Nesse caso, haverá um excesso de demanda por crédito igual a $D_1 - S_1$, ou seja, a demanda por crédito será maior do que a oferta disponível, *o que significa que uma parte dos projetos (lucrativos) de investimento não conseguirá financiamento*. De fato, todos os projetos de investimento compreendidos entre D_1 e S_1 possuem uma taxa de retorno – indicada pelo “preço de reserva” do crédito – maior do que a taxa de juros efetivamente cobrada pelos bancos.

Daqui se segue, portanto, que - devido aos problemas causados pela informação assimétrica - o investimento realizado pelas firmas será menor do que aquele que elas desejariam realizar à taxa de juros de mercado. As imperfeições existentes no mercado de crédito conduzem a economia a um equilíbrio com sub acumulação de capital.

3.2 – Falhas de mercado, repressão financeira e direcionamento de crédito

Segundo Stiglitz, uma implicação direta do reconhecimento da existência de imperfeições nos mercados financeiros é a constatação de que a tese dos ganhos de eficiência que poderiam ser obtidos com a liberalização dos mercados financeiros *carece de fundamentação teórica*, sendo baseada unicamente num compromisso de natureza *ideológica* com a idéia de que os mercados se auto regulam. Nas suas palavras :

“I argue that much of the rationale for liberalizing financial markets is based neither on a sound economic understanding of how these markets work nor on the potential scope for government intervention. Often, too, it lacks an understanding of the historical events and political forces that have led governments to assume their present role. Instead, it is based on an ideological commitment to an idealized conception of markets that is grounded neither in facts nor in theory”.
(1993, p.1)

Com efeito, as teorias convencionais sobre a eficiência dos mercados competitivos são baseadas na premissa de que a informação possuída pelos indivíduos e pelas firmas não pode ser afetada pelo que é observado no mercado e nem pelas ações que os agentes econômicos possam tomar. Segundo Stiglitz esse tipo de hipótese é *irrelevante* no caso dos mercados financeiros. Antes de mais nada, deve-se observar que os mercados financeiros são altamente *intensivos* em informação. De

fato, a função dos bancos comerciais como *intermediários* entre tomadores e emprestadores é justificada, entre outros motivos, com base no fato de que os bancos são *especialistas* em avaliar o risco de crédito dos primeiros.

Essa informação, contudo, tem duas características fundamentais que tornam esses mercados propensos a ineficiência na alocação de recursos. Em primeiro lugar, a informação tem uma natureza de bem público, ou seja, é bem não rival e não excludível. Conseqüentemente, a apropriação privada dos retornos associados a obtenção de informação é difícil, quando não impossível. Daqui se segue que existem *externalidades* associadas a aquisição de informação. Nesse contexto, sabe-se que os agentes privados tem pouco incentivo para adquirir informação e que, portanto, o nível de aquisição de informação por parte dos mesmos será baixo.

Em segundo lugar, os gastos com a aquisição de informação, ao serem em larga medida independentes do volume de crédito oferecido pelas instituições financeiras, *tem a natureza de um custo fixo*. Sendo assim, existem *economias de escala* na aquisição de informação, ou seja, o custo unitário da aquisição de informação se reduz a medida em que aumenta o tamanho da instituição financeira (medido pelo seu volume de ativos). Dessa forma, tais mercados devem *apresentar um alto grau de concentração* e, conseqüentemente, as instituições financeiras devem possuir um alto poder de mercado.

Isso posto, pode-se identificar ao menos *sete falhas de mercado* resultantes da existência da informação imperfeita e da concorrência imperfeita prevalente nos mercados financeiros. As principais falhas de mercado são as seguintes :

- i) Externalidades no monitoramento das instituições financeiras;
- ii) Externalidades no monitoramento, seleção e empréstimos,
- iii) Externalidades das crises financeiras e o problema do risco moral;
- iv) Mercados inexistentes e incompletos;
- v) Poder de mercado dos bancos ;
- vi) Ineficiência dos mercados competitivos;
- vii) Investidores não informados;

A solvência das instituições financeiras depende de um bom monitoramento do uso do capital por parte das mesmas. O problema é que o monitoramento tem a natureza de um bem público : se um acionista ou um investidor monitora mais de perto as ações de uma instituição financeira de forma a reduzir o risco de *default* então todos os acionistas/investidores irão se beneficiar. Como não é possível cobrar pelos serviços de monitoramento, segue-se que nenhum agente tem incentivo para

monitorar as ações da instituição financeira. Daqui se segue que o nível de monitoramento será baixo e, conseqüentemente, as instituições financeiras podem financiar projetos de investimento excessivamente arriscados – do ponto de vista dos interesses do acionista ou do investidor – se tiverem incentivo para isso. Nas palavras de Stiglitz :

“Monitoring, like other forms of information, is a public good. If one shareholder takes actions that enhances the value of shares of the firm (for instance, by improving the quality of the management), all shareholders benefit. If one lender takes an action that reduces the probability of default – for instance, by monitoring management more closely – all lenders benefit. As in the case of public good, there is an under supply ; too little effort is expended on monitoring financial institutions – with the expected consequences. First because managers know that they are not being monitored, they may take inappropriate risks or attempt to divert funds to their own use. Second, because investors cannot rely on financial institutions, fewer resources will be allocated through the institutions, and they will not be able to perform their functions as well as might otherwise” (1993, p. 25).

Também existem externalidades na seleção entre os projetos de investimento que devem obter financiamento por parte dos bancos e demais instituições financeiras. A observação de que uma outra instituição financeira está disposta a fornecer crédito para um determinado projeto de investimento pode dar garantias adicionais para o investidor potencial. Por outro lado, como a probabilidade de *default* é uma função crescente do montante emprestado, segue-se que um segundo emprestador pode impor uma *externalidade negativa* sobre o primeiro emprestador. Um efeito similar pode ocorrer com os investidores de uma instituição financeira. Quando um determinado banco vai a falência, os investidores de outros bancos podem inferir que eventos similares, aos que levaram o primeiro banco a falência, podem ter ocorrido com os bancos nos quais eles tem os seus recursos aplicados. Nesse caso eles podem ser induzidos a retirar os seus recursos dos demais bancos, o que poderá levar a uma corrida bancária.

As externalidades no monitoramento das instituições financeiras e na seleção empréstimos podem terminar por levar a uma crise financeira, com a quebra de um número considerável de bancos e demais instituições financeiras. Essas crises não são, contudo, auto contidas. Elas tem fortes efeitos de transbordamento (*spillover*) não só sobre o sistema financeiro como um todo como também sobre toda a economia. A falência de uma instituição financeira faz com que os tomadores de crédito dessa instituição se vejam obrigados a reduzir as suas atividades, devido a

parada súbita das linhas tradicionais de crédito ou devido ou ao pagamento antecipado do débito. Essa redução do nível de atividade dos tomadores tem efeitos sobre os clientes e fornecedores dos mesmos, a medida em que os primeiros se vem obrigados a reduzir a sua produção e a compra de insumos devido a escassez de crédito para o financiamento do capital circulante.

Em função desses efeitos, os governos não podem permitir o colapso de instituições financeiras tidas como “grandes demais para quebrar”. Tanto os bancos como os investidores sabem que os governos serão obrigados a intervir nesses casos, o que certamente gera um incentivo maior por parte das instituições financeiras a correr mais riscos (*efeito risco moral*). Nas palavras de Stiglitz :

“The government thus performs the role of an insurer, whether or not it has explicitly issued a policy. The provision of insurance tends to alter behavior, giving rise to the well-known problem of moral hazard; that is, the insured has a reduced incentive to avoid the insured-against event. In this case, banks, knowing that they are effectively insured, may undertake risks similar to those being undertaken by other banks, since they assume that although the government might ignore the problems of a single bank, it could not allow the entire financial system to go belly-up. So long as the bank does what other banks are doing, the probability of a rescue is extremely high” (1993, p. 27).

Uma outra falha de mercado nos mercados de crédito se refere a existência de um “custo de mudança” por parte dos tomadores. Cada banco possui uma *informação especializada* sobre a sua base de clientes. Nesse contexto, um cliente que possua uma longa história registrada em um banco e que seja tido como uma boa perspectiva de crédito por parte desse banco, pode ser desconhecido por parte de um outro banco, sendo visto, portanto, como um tomador arriscado. Esse custo de mudança atua no sentido de aumentar o *poder de mercado* dos bancos sobre a sua base de clientes, o qual pode se expressar em termos de *spreads* mais altos entre a taxa de empréstimo e a taxa de captação de recursos; ou em termos de tarifas mais elevadas pelos serviços prestados pelos bancos.

Os teoremas fundamentais da economia do bem-estar - de que todo o equilíbrio de mercado é eficiente no sentido de Pareto; e que uma alocação de bens eficiente no sentido de Pareto é um equilíbrio competitivo para algum conjunto de preços relativos – estão baseados em duas hipóteses fundamentais – a saber : que os mercados são completos e que a informação é exógena (ou seja, não é afetada pelas ações que um participante do mercado pode tomar).

Nesse contexto, Greenwald & Stiglitz (1986) demonstraram que quando a

informação é endógena ou os mercados são incompletos, o equilíbrio competitivo não é eficiente no sentido de Pareto : existem intervenções do governo que, ao levarem em conta os custos da informação e da abertura de mercados, aumentam o bem-estar de todos os indivíduos. Esse caso é particularmente importante para os mercados financeiros. Nas palavras de Stiglitz :

“The standard argument is based on the assumption of market-clearing prices; prices then measure the marginal benefit of a good to a buyer and the marginal cost to the seller. But credit markets cannot operate like ordinary auction markets, with the funds going to the highest bidder. With imperfect information, markets may not clear. In credit markets those who are willing to pay the most may not be those for who the expected return to the lender is the highest; the expected return may actually decrease as the interest rate increases because the probability of default may rise. As a result, there may be credit rationing : even though there is an excess demand for credit, lenders may not increase the interest rate (...)
Moreover, social returns may differ from private returns. Lenders focus only on the expected return that they receive; the total return includes the (incremental) surplus (profit) accruing to the entrepreneur. The projects with the highest expected return to the lender may not be those with the highest total expected return, but they are the ones that get funded. Thus part of the rationale for directed credit is that good projects may be rationed out of the market (...)” (1993, p.30).

Por fim, existe um outro problema que pode levar a uma ineficiência na alocação de recursos : a existência de investidores mal informados ou, mais precisamente, a existência de agentes que tomam decisões com base em informações incorretas a respeito das probabilidades de sucesso ou de fracasso dos projetos de investimento.

Essas falhas de mercado fazem com que a intervenção dos governos nos mercados financeiros possa atuar no sentido de aumentar a eficiência na alocação de recursos entre poupadores e investidores. Mas quais seriam as formas específicas de intervenção do governo nesses mercados ?

Em primeiro lugar, o governo deve introduzir mecanismos *indiretos* de controle sobre as instituições financeiras para que as mesmas – devido as falhas de mercado (i)- (iii) – não façam empréstimos *excessivamente arriscados*. Esses mecanismos indiretos podem assumir, entre outros, a forma de restrições a atuação dos bancos. Por exemplo, o governo pode proibir os bancos de conceder crédito para os seus funcionários – principalmente para a alta diretoria dos bancos – ou ainda proibir os bancos de serem proprietários de firmas industriais.

Essas restrições a atuação dos bancos está fundamentada na análise das falhas de mercado apresentada anteriormente. Com efeito, consideremos a proibição a concessão de empréstimos aos membros da diretoria dos bancos. Essa restrição se fundamenta na idéia de que, devido ao monitoramento imperfeito sobre as decisões das instituições financeiras, os diretores dos bancos podem tentar transferir riqueza dos acionistas e dos investidores para si mesmos ao fixarem taxas de juros mais baixas sobre tais empréstimos. Nas palavras de Stiglitz :

“Many banks, if not forbidden to do so; would make bad loans to their officers and to relatives of their officers. This may be a matter of fraud and deception. The bank officers may be attempting to transfer wealth to themselves by charging interest rates below their actuarial fair levels. Or it may be no more than bad judgment – the bank officers may be enthusiastic about their own projects, and consider the probability of success very high. Because such errors are so common, because monitoring a project is so difficult, and because the opportunities for fraud and misjudgment are so rife, it is not unreasonable for regulators to restrict loans to their officers” (1993, p.34).

Por outro lado, se um banco for proprietário de uma firma industrial então o primeiro pode ficar tentado a conceder um tratamento mais favorável – em termos de taxas de juros e de disponibilidade de crédito – aos clientes e aos fornecedores da firma industrial, com vistas a aumentar as vantagens competitivas dessa firma com relação às demais competidoras. Esse tipo de relação não só atuaria no sentido de aumentar o grau de concentração dos setores industriais como também e, principalmente, poderia levar os bancos a fazer “empréstimos ruins” para as firmas industriais por eles controladas. Nesse contexto, é preferível – devido ao alto custo de detecção desse tipo de abuso – proibir os bancos de serem proprietários de firmas industriais e vice-versa.

Os governos devem também fixar normas de *regulação prudencial* para evitar que os bancos e demais instituições financeiras assumam riscos excessivos, os quais possam levar, em função da ocorrência de um evento imprevisto desfavorável, a uma crise financeira. Segundo Stiglitz são dois os princípios básicos de regulação prudencial :

- i) Os bancos devem manter uma elevada relação entre a riqueza líquida e o volume de depósitos.
- ii) Devem existir restrições sobre as taxas de juros máximas que os bancos podem oferecer sobre os depósitos a prazo;

Se o requerimento de capital – relação entre a riqueza líquida e o volume de depósitos – for elevada então os bancos terão pouco incentivo a conceder

empréstimos muito arriscados : se esses empréstimos forem mal sucedidos então o banco terá que pagar os depositantes com os seus próprios recursos, não com os recursos do governo. Em outras palavras, o problema de risco moral será substancialmente reduzido. Para o adequado funcionamento dessa medida de regulação prudencial ***não é suficiente*** que o requerimento de capital seja elevado; mas que o valor dos ativos do banco seja medido de forma adequada. O ideal é medir os ativos do banco pelo seu **valor de mercado** – não pelo seu valor contábil – para evitar que os bancos atendam aos requerimentos de capital através da manutenção de ativos cujo valor de mercado é inferior ao valor contábil. Nesse caso, a riqueza líquida do banco poderia eventualmente ser negativa, de forma que o problema do risco moral não seria eliminado.

O governo deve também ***impor restrições às taxas de captação*** de depósitos por parte dos bancos; uma vez que elevadas taxas de captação geram incentivos perversos : A medida em que os bancos competem por fundos através de taxas de juros elevadas, eles tem assumir mais riscos – de forma a ter um retorno esperado maior sobre a sua carteira de aplicações – para poder pagar essas taxas. Nas palavras de Stiglitz :

“Allowing banks to pay high interest rates when explicit or implicit deposit insurance exists results in perverse incentives : banks compete for funds, and those who offering the highest interest rates (...) attract funds. But to pay those interest rates, they have to take high risks – augmenting the already-present incentive to take excessive risks. A process I have describe elsewhere as the Gresham’s law of financial markets takes place; risk-loving banks drive out more prudent ones” (1993, p.39)

Um outra forma possível de intervenção do governo nos mercados financeiros é através da ***repressão financeira***, ou seja, através da fixação da taxa de juros a um nível menor do que aquele que equilibraria a demanda e a oferta de fundos emprestáveis. A repressão financeira tem recebido diversas críticas ao longo dos últimos 30 anos, com base na idéia de que a mesma atuaria no sentido de desestimular a poupança, produzir o racionamento de crédito e incentivar uma alocação ineficiente de recursos para o financiamento dos projetos de investimento.

Stiglitz ressalta, contudo, que trabalhos teóricos mais recentes questionam a suposta ineficiência da repressão financeira. Por um lado, a existência de informação imperfeita faz com que o custo de movimentação dos fundos emprestáveis das famílias para as empresas seja bastante alto. Nesse contexto, uma taxa de juros mais alta pode ser vista como uma forma de transferir riqueza das famílias para as firmas.

Se a propensão marginal a poupar das firmas for maior do que a das famílias, então uma política de taxas de juros baixas irá, na verdade, *aumentar a taxa de poupança*.

Por outro lado, uma redução da taxa de juros – como foi demonstrado por Stiglitz e Weiss (1981) – pode atuar no sentido de aumentar a qualidade dos projetos de investimento de forma a reduzir a probabilidade de *default*. Dessa forma, uma política de taxas de juros baixas poderia aumentar a eficiência na alocação dos recursos.

Uma última justificativa para a repressão financeira é que, por intermédio da mesma, o governo pode criar mecanismos para aumentar a eficiência na alocação de recursos para o investimento. Com efeito, o racionamento de crédito induzido pela repressão financeira irá criar uma *escassez de recursos privados para o financiamento dos projetos de investimento*. Nesse contexto, os agentes privados que não conseguiram crédito junto as instituições financeiras privadas para o financiamento dos seus projetos de investimento devem se candidatar a obtenção de recursos públicos. Dessa forma, o governo pode atrelar a concessão de crédito público a algumas metas de performance como, por exemplo, a venda de uma parcela pré determinada da produção dessas firmas no mercado externo.

Por fim, uma última forma de intervenção dos governos nos mercados financeiros se dá através de políticas de ***direcionamento de crédito***. Os programas de direcionamento de crédito procuram intervir na forma pela qual os bancos alocam o crédito. Por exemplo, o governo pode obrigar os bancos a alocar 20% do total de empréstimos para o financiamento de projetos de investimento relacionados com a venda de produtos nos mercados externos. A justificativa teórica para esse procedimento é a existência de informação assimétrica e de externalidades. Nessas condições, o banco não irá necessariamente conceder crédito para aqueles projetos de investimento que tiverem o maior retorno social. Nas palavras de Stiglitz :

“Programs of directed credit attempt to intervene in the way that banks allocate credit. The theoretical rationale for such interventions in the market has been outlined earlier: without government intervention, the bank will not allocate funds to those projects for which the social return is higher (...)De Long and Summers (1990) argue that there is a strong positive relation between machinery and economic growth (...) But these are benefits that conventional banking might simply ignore” (1993, p.42).

4 – A Funcionalidade do Sistema Financeiro e a Regulação Governamental: a contribuição de Dymski.

O papel da regulação do governo no funcionamento dos mercados financeiros

também tem sido tratada por autores keynesianos que não fazem parte do *mainstream* da ciência econômica, em especial por Gary Dymski. Segundo esse autor, o papel do Estado nos mercados financeiros deve ser analisado do ponto de vista da *funcionalidade* desses mercados, ou seja, da capacidade dos mesmos de proporcionar uma elevada taxa de acumulação de capital e estabilidade macroeconômica. Nesse contexto, Dymski sugere que mercados financeiros altamente regulados pelo governo possuem uma performance superior – do ponto de vista do conceito de funcionalidade – do que os mercados liberalizados.

O ponto de partida de Dymski é o resgate da visão de Keynes sobre o papel do sistema bancário na determinação do nível de atividade econômica. Na interpretação de Dymski sobre o pensamento de Keynes, os bancos desempenhariam um papel chave no sistema econômico porque:

- i) Eles são um importante mecanismo de transferência das poupanças das unidades com programas maduros de gasto para as unidades com novos programas de gasto, ou seja, para a realização das operações de *funding* dos projetos de investimento já realizados.
- ii) Os bancos são um importante mecanismo de coleta de poupanças e de canalização das mesmas para o financiamento dos projetos de investimento.

A função (ii) seria de importância fundamental para a manutenção de um elevado nível de atividade econômica. Com efeito, uma situação de insuficiência de demanda efetiva ocorreria quando a poupança planejada (*ex ante*) é superior ao investimento planejado pelas firmas. Nesse contexto, os bancos desempenhariam o papel de canalizar as “poupanças” das famílias para o atendimento da demanda de investimento por parte das firmas. Nas palavras de Dymski :

“Smaller business’s expansion needs and households’ housing needs provide an important and broadly-spread source of expenditure demand. Banks are well-sorted to intermediate in meeting these needs because of the sporadic nature of this expenditure (only some households by home at any point in time) and because of the small scale of the savings most units put aside against their own planned future spending” (p.5).

Tendo como referencial teórico, a visão de Keynes sobre a “funcionalidade” do sistema financeiro, Dymski analisa a evolução histórica do sistema bancário americano de forma a avaliar a funcionalidade do mesmo em diferentes momentos da história recente da economia dos Estados Unidos.

Nesse contexto o sistema bancário americano originado a partir das reformas

da década de 1930 era *funcional* ao crescimento econômico. Esse sistema era caracterizado pela *segmentação dos mercados de crédito e pela repressão financeira* : a captação de poupanças se dava a nível local, a aplicação das mesmas estava condicionada a realização de empréstimos para o financiamento dos gastos locais de consumo e de investimento; e haviam limites às taxas de juros tanto para a captação de recursos como para a concessão de empréstimos.

O sistema bancário americano pré-1929 não era funcional ao crescimento econômico, por uma série de razões. Em primeiro lugar, o *Fed* – Federal Reserve – era ambíguo quando a sua função de “emprestador de última instância”; de forma que a segurança do sistema financeiro não estava garantida, estando o mesmo sujeito a crises de liquidez e corridas bancárias. Em segundo lugar, muitas famílias estavam fora do sistema bancário e não eram proprietárias de sua própria casa. Dessa forma, a demanda potencial por crédito bancário para o financiamento da aquisição da casa própria não era atendida pelo simples fato de que uma boa parte – se não a maioria – das famílias norte americanas estarem *excluídas* do sistema bancário, não tendo acesso a crédito. Daqui se segue que o sistema bancário pré-1929 não estimulava a manutenção de um elevado nível de demanda agregada e um alto nível de investimento.

As reformas instituídas por F. D. Roosevelt nos anos 30 instituíram a segmentação dos mercados de crédito, ou seja, a separação geográfica dos mercados bancários – em outras palavras, a delimitação da área geográfica de atuação do banco, tanto a nível de captação de recursos como a nível de concessão de crédito – a limitação da concorrência por depósitos e empréstimos por intermédio de limites às taxas de juros de captação e de empréstimos de recursos, a cobertura bancária (quase) universal e a proteção dos bancos e instituições de poupanças e empréstimos (*savings and loans*) pelo sistema de garantia de depósitos.

Essas reformas produziram uma série de resultados positivos em termos da funcionalidade do sistema financeiro, a saber :

Em primeiro lugar, houve uma rápida expansão do sistema bancário e, conseqüentemente, da oferta de substitutos próximos da moeda. Daqui se segue que o sistema de pagamentos prevalecente na economia americana se tornou mais eficiente, ou seja, permitiu uma redução dos custos de transação. Essa expansão, por sua vez, foi possível devido ao aumento da confiança na solidez do sistema bancário americano em função da existência do sistema de garantia de depósitos; e pelo fato de

que as restrições à atuação geográfica dos bancos, bem como os limites impostos às taxas de captação de depósitos, faziam com que a única forma pela qual os bancos pudessem expandir o volume de depósitos fosse através de um aumento da sua base de clientes dentro de uma mesma área geográfica. Isso por sua vez implicava na abertura do maior número possível de agências bancárias no interior da área geográfica de atuação do banco.

Em segundo lugar, a universalização da cobertura bancária permitiu que os bancos coletassem as poupanças das famílias ao longo de todo o território nacional e canalizassem as mesmas para o financiamento de curto termo dos negócios locais.

Por fim, as poupanças assim coletadas permitiram o financiamento da casa própria para as famílias americanas, produzindo assim uma grande elevação do investimento residencial; o que contribuiu para a manutenção de um elevado nível de demanda agregada e de atividade econômica no pós-guerra.

Esse sistema financeiro começou a mudar nos anos 60. Em primeiro lugar, o aumento da inflação nos Estados Unidos devido, em grande parte, ao financiamento monetário da guerra do Vietnã, tornou cada vez mais difícil a manutenção dos controles sobre as taxas de juros bancárias. De fato, a aceleração da inflação produziu taxas de juros reais muito baixas e até mesmo negativas, as quais levaram a uma crescente fuga de depósitos dos bancos, por parte dos clientes mais ricos. Essa crescente desintermediação financeira fez com que os bancos reagissem por intermédio da adoção de inovações no lado da administração de passivos, de forma a atrair fundos de fontes alternativas. A pressão pela desregulação do sistema bancário – advinda da crescente desintermediação financeira culmina na década de 80 com uma série de medidas por parte do governo americano dando mais liberdade para os bancos e para as S & L de fixar as taxas de captação de depósitos, fazer empréstimos, comprar e vender títulos nos mercados financeiros e etc.

No sistema financeiro desregulado dos anos 80 e 90, os bancos reagiram ao fenômeno da desintermediação financeira adotando uma nova estratégia competitiva que se baseia nos seguintes pontos :

- i) Busca de novos clientes nos mercados externos, principalmente nos mercados dos países emergentes;
- ii) Obtenção de lucro a partir da cobrança de tarifas sobre os serviços prestados pelo banco ao invés de juros sobre os empréstimos bancários;
- iii) Decisões sobre concessão de crédito feitas de forma centralizada com base em um

- conjunto padronizado de dados quantitativos;
- iv) “Downsizing” da força de trabalho;
 - v) Redistribuição dos riscos : uma parcela crescente dos empréstimos passou a ser feita com taxas de juros flutuantes.
 - vi) Segmentação do negócio de captação de depósitos e de fornecimento dos instrumentos financeiros. Nesse contexto, aqueles indivíduos classificados como “super ricos” tem as suas necessidades financeiras atendidas de forma pessoal pelos bancos; os indivíduos de classe média tem acesso fácil a um conjunto padronizado de opções de depósitos e de empréstimos; por fim restam os “financeiramente excluídos”, ou seja aqueles que não tem acesso a uma conta bancária. O mesmo tipo de diferenciação ocorreu do lado do ativo dos bancos : a medida em que os bancos substituíram os escritórios locais de empréstimos por programas centralizados de computador, o acesso ao crédito passou a depender de um conjunto padronizado de critérios.

Segundo Dymski, essa nova estratégia bancária estaria reduzindo a *funcionalidade* do sistema bancário americano ao reduzir a ***extensão*** na qual se realiza a reciclagem das poupanças em investimento. Nas suas palavras :

“In more and more portions of low income areas, institutions are not available which both take in small-holders deposits and in turn make localized credit commitments” (p.14).

5 – Uma Comparação entre as Abordagens de Keynes, Stiglitz e Dymski

Uma vez feita uma exposição detalhada das abordagens de Keynes, Stiglitz e Dymski, deve-se passar a uma análise comparativa entre as mesmas. Essa comparação será feita levando-se em conta dois aspectos fundamentais, a saber :

- i) Qual a performance *esperada* dos mercados financeiros que operam sem nenhum tipo de regulação do governo?
- ii) Se a performance desses mercados for julgada insuficiente com base em algum critério, será que a *regulação governamental* pode ser utilizada para melhorar o desempenho dos mesmos ?

No que se refere a primeira pergunta deve-se ter em mente o fato de os três autores não utilizam o mesmo critério para avaliar o desempenho dos mercados financeiros. Com efeito, enquanto o critério utilizado por Stiglitz é o da *eficiência de Pareto*, Dymski implicitamente utiliza o critério da *funcionalidade do sistema*

financeiro ao desenvolvimento econômico – o qual inclui aspectos macro e micro econômicos – enquanto Keynes está mais preocupado com a estabilidade macroeconômica e, em particular, com a estabilidade do investimento agregado.

Sendo assim, como seria possível comparar as abordagens desses autores no que se refere a performance de um sistema financeiro não regulado ? Para que essa comparação seja possível deve-se analisar em que medida um sistema financeiro *não regulado possui a performance que se desejaria a partir de cada um dos diferentes critérios de avaliação.*

Nesse contexto, pelo critério de Stiglitz, a performance desejada é a *eficiência* de Pareto na alocação de recursos entre poupadores e investidores. Pelo critério de Dymski a performance desejada é a promoção do desenvolvimento econômico, enquanto para Keynes o desempenho desejado desses mercados é a estabilidade do investimento agregado.

Tendo em vista a performance desejada dos mercados financeiros a partir de cada um dos diferentes critérios de avaliação, podemos constatar que para nenhum dos três autores os mercados financeiros não regulados possuem um desempenho satisfatório.

Para Keynes, os mercados de capitais “excessivamente líquidos” tendem a produzir *instabilidade* no investimento agregado devido ao comportamento especulador dos agentes que operam nesses mercados.

Na abordagem de Stiglitz os mercados financeiros não regulados alocam recursos de forma ineficiente. Os bancos racionam crédito para os tomadores, existe a possibilidade de corridas bancárias devido a *profecias auto realizáveis* e os investidores tem um forte incentivo para aplicar os seus recursos nos projetos mais arriscados.

Por fim, para Dymski um sistema bancário não regulado – como o que existia nos Estados Unidos no período anterior a crise de 1929 – é não só propenso a crises de liquidez e corridas bancárias como também não é funcional ao desenvolvimento econômico a medida em que permite a adoção de estratégias competitivas por parte dos bancos que levam a um aumento da exclusão financeira das camadas mais pobres da população.

Um outro aspecto relacionado a performance dos mercados financeiros no qual esses autores convergem é a possibilidade de sub-acumulação de capital. Iremos definir a sub-acumulação de capital como uma situação na qual o investimento

realizado pelas firmas é menor do que o investimento que elas desejariam realizar dadas as condições prevalentes no sistema econômico.

Para Keynes, a existência de um comportamento excessivamente conservador por parte dos bancos, refletido numa elevada preferência pela liquidez, poderia impedir o crescimento do investimento e do nível de atividade econômica uma vez que a demanda de liquidez para atender ao motivo finanças produziria uma elevação substancial da taxa de juros. Tal elevação levaria as firmas a suspender projetos de investimento que haviam decidido realizar quando a taxa de juros era mais baixa. Contudo, a análise de Keynes sobre o comportamento dos bancos é insuficiente uma vez que esse autor não procurou desenvolver uma teoria da preferência pela liquidez da firma bancária para explicar esse comportamento conservador por parte dos bancos.

Para Stiglitz a sub-acumulação de capital é resultado direto da ocorrência de racionamento de crédito. Nesse contexto, como as firmas não conseguem obter todo o crédito que desejam a taxa de juros de mercado, elas não são capazes de realizar todos os projetos de investimento que desejariam.

Por fim, para Dymski a sub-acumulação de capital pode ocorrer como resultado da existência de um sistema financeiro que não é funcional ao crescimento econômico. Para que esse sistema seja funcional é necessário que os bancos funcionem como um mecanismo de “canalização” das pequenas “poupanças” disponíveis numa determinada área para a realização de projetos de investimento como, por exemplo, a construção de moradias.

Essa funcionalidade, contudo, depende fundamentalmente do aparato regulatório do governo. Num ambiente caracterizado pela existência de repressão financeira e segmentação geográfica dos mercados de crédito, o sistema financeiro tenderá a ser funcional do ponto de vista do crescimento econômico como aconteceu, por exemplo, nos Estados Unidos no período de 1930 à 1970. Porém, num ambiente liberalizado, os bancos poderão adotar estratégias competitivas que aumentem o grau de exclusão financeira, contribuindo para manter o investimento a um nível baixo.

No que se refere ao papel da intervenção governamental nos mercados financeiros, observa-se uma notável convergência de opinião entre os autores apresentados. Tanto para Keynes como para Stiglitz e Dymski a performance dos mercados financeiros pode ser substancialmente aumentada por intermédio da regulação governamental.

Essa convergência de opinião é particularmente notável entre Stiglitz e Dymski no que se refere a avaliação dos mecanismos de repressão financeira como, por exemplo, a manutenção de um teto para as taxa de juros paga sobre os depósitos a vista. Para Stiglitz essa restrição é benéfica para o sistema financeiro porque reduz o incentivo para a realização de investimentos “excessivamente arriscados” por parte dos bancos. Já para Dymski, essa restrição é igualmente benéfica porque estimula os bancos a competir entre si por intermédio de um aumento da densidade de sua rede de agências dentro de uma determinada área geográfica. Esse aumento atua no sentido de produzir uma maior canalização das pequenas “poupanças” disponíveis numa determinada área para o investimento, contribuindo para a manutenção de um elevado nível de demanda agregada.

No entanto, deve-se observar que essas convergências de opinião ocorrem apesar da existência de divergências mais ou menos profundas no que se refere ao referencial teórico empregado por cada autor.

Nesse contexto, enquanto Dymski utiliza diretamente a visão de Keynes sobre o papel do sistema bancário para fazer inferências sobre a funcionalidade do sistema bancário americano ao longo dos últimos 70 anos; Stiglitz parte da teoria neoclássica de informação assimétrica e mercados incompletos para demonstrar a existência de falhas de mercado no sistema financeiro e, conseqüentemente, a necessidade de intervenção do governo para melhorar o funcionamento do mesmo.

6 – Conclusão

Ao longo do presente artigo foi demonstrado que existem sólidos argumentos teóricos contra a tese da performance superior dos mercados financeiros liberalizados. Esses argumentos podem ser encontrados nos escritos de Keynes, Stiglitz e Dymski. Embora existam grandes divergências entre esses autores no que se refere ao referencial teórico utilizado para analisar o funcionamento dos mercados financeiros, bem como com relação aos critérios de avaliação do desempenho desses mercados, observa-se uma notável convergência entre os mesmos no que diz respeito a possibilidade da liberalização financeira resultar numa situação de sub-acumulação de capital.

Os três autores apontam a necessidade de regulação governamental dos mercados financeiros para se obter um aumento do investimento em capital fixo e uma maior estabilidade macroeconômica. Os mecanismos possíveis de regulação do governo seriam a tributação da transferência de ações, a repressão financeira e

políticas de direcionamento de crédito.

Bibliografia e Referências Bibliográficas.

Carvalho, F. C. “On Bank’s Liquidity Preference”. **Anais do V International Workshop in Post Keynesian Economics**. University of Tennessee, Knoxville, 1998.

Crotty, J; Dymski, G. “Can the Global Neoliberal Regime Survive Victory in Asia ? The political Economy of Asian Crisis”. *International Papers in Political Economy*, mimeo, 1998.

Dymski, G. “Banking in the New Financial World : from segmentation to separation ? “. *Arché*. Número Especial de Macroeconomia. Universidade Cândido Mendes. Rio de Janeiro, 1998a.

----- “The Evolution of U.S Bank Behavior : five strategies”. Discussion Paper : Institute of Economic Research, Chuo University, Agosto 1998b.

Foley, D. “Money in Economic Activity”. **The New Palgrave : Money**. Editado por J. Eatwell, M. Milgate e P. Newman. Nova Iorque : Macmillan, 1987.

Greenwald, B; Stiglitz, J. “Externalities in Economies With Imperfect Information and Incomplete Markets”. **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 101, Maio, 1986.

Keynes, J.M . **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Londres : Macmillan : 1936.

----- “Alternative Theories of the Rate of Interest” in **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, Vol. XIV, Londres : Macmillan, 1973a.

----- “ The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest” in **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, Vol. XIV, Londres : Macmillan, 1973b.

McKinnon, R. I. **Money and Capital in Economic Development**. Washington D.C : Brookings Institution, 1973.

Oreiro, J.L. “Incerteza, Comportamento Convencional e Surpresa Potencial”. **Econômica**, 2001.

Patrick, H. (1992). “Comparisons, Contrasts and Implications” in **The Financial Development of Japan, Korea and Taiwan : Growth, Repression and Liberalization**. Nova Iorque : Oxford University Press, 1994, Capítulo 8.

Possas, M. L. “Racionalidade e Regulariedade : rumo a uma integração micro-macrodinâmica”. **Economia e Sociedade**, No.2, 1993.

Rodrik, D; Velasco, A.; “Short Term Capital Flows” **Annual World Bank Conference On Development Economics**, 1999.

Stiglitz, J; Weiss, A . “Credit Rationing in Markets with Incomplete Information”.
American Economic Review, Março 1981.

Stiglitz, J.; Jaramillo-Vallejo, J; Park; Yung Chai. “The Role of the State in Financial Markets” .**World Bank Research Observer**. Annual Conference on Development Economics. Supplement, 1993.

Stuart, R. **Investment Finance in Economic Development**. Londres : Routledge, 1995.

----- “Financial Opening and Deregulation in Brazil in 1990s ; moving toward a new pattern of development finance ? “ **The Quarterly Review of Economics and Finance**. Vol. 40, No.1, 2000.