

ESTADO, O MERCADO E O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO NOS ANOS 90

Rogério Studart*

Versão de 17 de abril de 1997

1. INTRODUÇÃO

Recentemente, os economistas voltados a problemas do desenvolvimento renovaram seu interesse pelo papel do Estado no financiamento do desenvolvimento. Do ponto-de-vista analítico, este interesse havia praticamente desaparecido desde que Shaw e McKinnon propuseram em 1973 a tese de que a liberalização financeira, por si só, seria a caixa de Pandora para desenvolver mecanismos privados de financiamento de longo prazo.¹

Contrapondo-se à visão inerente aos modelos Shaw-McKinnon, a literatura Novo-Keynesiana passou a explorar problemas alocativos, nos mercados de crédito e de capitais, gerados por falhas de distribuição de informação.² As conclusões destas análises são importantes: frente a tais falhas de mercado, o Estado poderia ter um papel "relevante" fomentando setores que acabam por ter créditos racionados e gerando informações adicionais que permitiriam aos agentes alocar mais eficientemente suas poupanças.

Mesmo que tal abordagem apresente sólido argumento a favor do fomento, ele é vulnerável ponto-de-vista político, além de limitar a compreensão das oportunidades e desafios que o recente desenvolvimento dos mercados financeiros colocam ao Financiamento do Desenvolvimento. Politicamente ambigüidade é explicitada por muitos autores conservadores da seguinte forma: (i) se o problema é de falhas de distribuição informacional, uma regulamentação mais atenta, com regras de *disclosure* internacionalmente aceitas, e os desenvolvimentos recentes na produção e distribuição de informação (por exemplo, o surgimento de empresas privadas de *rating*), tornam tal intervenção desnecessária; (ii) se existem falhas de mercado, o que garante serem elas inferiores às "falhas de governo"?³

Do ponto-de-vista analítico, por basear-se em modelos em que a eficiência dos mercados financeiros é calcada na capacidade de disseminação de informação (*hipótese de mercados eficientes*), a análise elimina de seu escopo o financiamento de setores com atividades inovadoras - onde não há uma informação passada que permita a formação de expectativas quando a demanda futura - ou com grau significativo de incerteza. Entretanto, é o fato do desenvolvimento se dar em ambientes de incerteza que justificam a participação do Estado no direcionamento de recursos para o desenvolvimento. Somente utilizando-se de um modelo em que as informações são extremamente custosas, e muitas vezes inexistentes, para investimento em setores estratégicos ao desenvolvimento, podemos entender o Estado como agente inerente ao processo de desenvolvimento - ao invés de um agente externo a ele, cuja

* Prof. Adjunto do Instituto de Economia da UFRJ. Gostaria de agradecer os comentários de Antônio José Alves Jr. a uma versão preliminar a este artigo. A responsabilidade pelos erros remanescentes, como usual, é do autor.

¹ Uma análise crítica assim como uma bibliografia básica sobre os modelos de liberalização financeira é apresentada em Studart (1993).

² Textos representativos desta nova visão são J.E. Stiglitz (1994) e Stiglitz e Uy (1996).

³ Este segundo item resume o tom do comentário de Jamarillo-Vallejo (1994: 53) ao texto de Stiglitz (1994) e permeia muitas das críticas correntes às IFD. Mais sobre esta crítica abaixo.

intervenção está voltada para a correção (ou distorção) do processo de alocação de recursos no desenvolvimento. Neste sentido, como veremos, a análise pós-Keynesiana complementa a análise Novo-Keynesiana sobre papel do Estado no financiamento do desenvolvimento.

O artigo se organiza em três seções. A seção seguinte analisa criticamente as visões convencionais sobre os problemas inerentes ao financiamento do financiamento e apresenta uma alternativa, com raízes pós-Keynesianas. Na seção 3, discute-se o papel do Estado e dos mercados a partir da visão alternativa apresentada na seção 2. A seção 3 resume o argumento e apresenta nossas conclusões.

2. A MACROECONOMIA DO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO

2.1 *A hipótese dos mercados competitivos e a literatura novo-Keynesiana*

Na discussão sobre os fundamentos da Teoria Monetária em modelos de equilíbrio geral Walrasiano, em especial do modelo Arrow-Debreu-McKenzie, Frank Hahn (1984: 160) nos lembra que:

The main content of the monetary theory of an essential economy is implicit in its construction: there is nothing we can say about the equilibrium of an economy with money which cannot be said about the equilibrium of a non-monetary economy.

O tom pessimista de Hahn procede: se a Moeda não é fundamental na macrodinâmica das economias de mercado, os rumos da política monetária, o papel dos Banco Central e das instituições financeiras de uma forma geral, para citar somente alguns, são objetos pouco relevantes em Teoria, mesmo que na prática se mostrem fundamentais. Por sua vez, se os fenômenos monetários são irrelevantes no longo prazo e a teoria econômica deve concentrar seus esforços na análise dos determinantes de “fenômenos reais”.⁴

E isto, obviamente, tem implicações para a teoria financeira contemporânea: em economias onde os fenômenos financeiros são irrelevantes no longo prazo, o financiamento do investimento se resume a um problema de alocação intertemporal de recursos. E se os agentes são racionais e maximizadores de utilidade, as duas únicas possibilidades desta alocação ser sub-ótima ocorrem quando os preços de ativos financeiros não desempenham o papel informacional na intermediação eficiente entre poupadores e investidores - por exemplo quando são rígidos - ou quando há incompletude de mercados.

Não surpreendentemente, um importante sustentáculo teórico dos modelos financeiros contemporâneos é a chamada hipótese dos mercados competitivos (Lewis, 1992). Esta hipótese implica que, apesar da possível volatilidade (de curto prazo) do preço de ativos financeiros, variam no longo período de acordo com os fundamentos econômicos dos agentes que os emitem.⁵

⁴ É o que nos lembra Gale, no seu seminal livro *Money in Equilibrium*: “The final omission that must be explained is the almost total neglect of banks and banking. This is partly explained by the fact that many of the functions of the banking world do not make sense in general equilibrium models of the sort studied in this book [EGW]. For example, borrowing and lending scarcely requires intermediation in a world in which markets are perfect, expectations are rational, and uncertainty is represented by states of nature (Gale, 1994: 6)

⁵ Para uma análise da hipótese de mercados eficientes, ver Andersen (1983-84).

Em última instância, portanto, o que torna os mercados de capital competitivos e funcionais ao crescimento é a eficiência dos mecanismos de distribuição de informações. A consequência na prática para a análise dos problemas de financiamento do desenvolvimento é somente duas razões justificam intervenção nos mecanismos privados de alocação de poupança: (i) se os mercados são incompletos (subdesenvolvidos) e portanto não podem fazer intermediação entre poupadores e investidores de forma eficiente; (ii) se há falhas informacionais significativas que impeça que os mercados sejam capazes de alocar de forma eficiente a poupança.

Um subproduto desta visão, extremamente importante dada sua influência sobre políticas financeiras em países em desenvolvimento (e mesmo alguns desenvolvidos), são os chamados modelos de liberalização financeira. Tais modelos têm como origem os livros semanais de Shaw e McKinnon de 1973, que dividem a visão de Gurley e Shaw (1955 e 1960) de que o subdesenvolvimento financeiro representava um sério impedimento ao desenvolvimento. Ou seja, tanto os modelos de Gurley e Shaw quanto os de Shaw e McKinnon têm em comum a visão de que o problema seria de incompletude de mercados. O que diferencia as análises é o fato de que os modelos de liberalização financeira associam o subdesenvolvimento financeiro (incompletude de mercados) à "repressão financeira" prolongada nestas economias.⁶

A partir de Shaw-McKinnon, a teoria do desenvolvimento econômico passava a tratar as questões apontadas por Gurley e Shaw nos anos 50 - i.e. os problemas de subdesenvolvimento financeiro e suas consequências negativas para o desenvolvimento, e o papel do Estado em mitigar tais efeitos negativo -, como questões secundárias, de solução relativamente fácil: liberalização financeira. (veja-se por exemplo Gertler 1988 e Gersovitz, 1988-9)

Recentemente, entretanto, a macroeconomia novo-Keynesiana renovou o interesse pelas diferentes estruturas financeiras e pelo papel do Estado no financiamento do desenvolvimento. Relaxando a hipótese típica de modelos Walrasianos quanto à perfeita distribuição de informações, autores como Stiglitz (em especial), puderam mostrar a existência de problemas de alocação de fundos de longo prazo, tais como racionamento de crédito ou mesmo de fundos acionários (equity-rationing), gerados por falhas de distribuição de informação. Vittas e Cho resumem tal visão da seguinte forma:

In an ideal world in which economic information is complete and readily available, the financial system is passive. Investors fund the projects that yield the highest returns, and neither governments nor financial institutions need to improve the allocation of credit. In the real world, however, information is highly imperfect and costly to acquire, and the allocation of credit suffers from the unequal distribution of information, the costs of monitoring and verification, and the cost of default or contract enforcement. Under these conditions, credit is not necessarily allocated to its best use (1996: 278).

Frente a tais falhas, o Estado teria um papel "relevante" no fomento, suprimindo crédito a setores racionados; sinalizando a intermediários e poupadores sobre setores com boas

⁶ Como já discutimos em outras ocasiões (Stuart, 1995 e 1996), este modelos, voltados para análise de problemas de financiamento em economias em desenvolvimento, propõem basicamente que o motivo do "subdesenvolvimento financeiro" (aqui definido por baixo aprofundamento financeiro), se deve exclusivamente a políticas equivocadas de repressão de taxas de juros e políticas de crédito seletivo. Intervenções do Governo no funcionamento dos mercados financeiros criam ruídos desnecessários, enquanto as IFD representam, neste contexto, anomalias criadas por Governos que desconhecem os determinantes de longo prazo dos recursos voltados para o financiamento do desenvolvimento.

perspectivas;⁷ criando instituições de intermediação de recursos de longo prazo, onde os problemas informacionais tenderiam a se tornar mais graves.

Entretanto, as externalidades positivas da intervenção estatal se contrapõem às possíveis falhas de governo:

Ultimately, however, the advantages depend on the motivation and efficiency of the government involved. Governments do not always "do the right thing". Government involvement in credit allocation can, and often does, result in rent seeking by borrowers, corruption by bankers and government officials, and crowding out of other worthwhile projects. An important issue in the study of policy-based lending is how governments can prevent rent-seeking behavior from undermining the growth objective of government policies (Vittas e Cho, Op. cit.: 280).

O argumento de que políticas públicas só dão resultados se forem implementadas de forma adequada vale para qualquer abordagem. Mas no contexto da abordagem Novo-Keynesiana, a ênfase sobre este fator como o explicativo do sucesso de algumas formas de *financial restraint* (para usar a expressão cunhada por Stiglitz e Uy na análise do caso do Sudeste Asiático, por exemplo) mostra a sua fragilidade. Pois, como muitos autores mais conservadores fazem questão de lembrar, tais conclusões são ambíguas: (i) se o problema é de falhas de distribuição informacional, uma regulamentação mais atenta, com regras de disclosure internacionalmente aceitas, e os desenvolvimentos recentes na produção e distribuição de informação (por exemplo, o surgimento de empresas privadas de rating), tornam tal intervenção desnecessária; (ii) se existem falhas de mercado, o que garante serem elas inferiores às "falhas de governo"?⁸

P. 428

A ambigüidade da teoria econômica convencional no que tange ao papel das estruturas financeiras e, em específico, à relação do Estado no financiamento do desenvolvimento se deve, como indicamos, às suas raízes teóricas. Ou seja, se deve, ao nosso ver, à inessencialidade da moeda e, de uma forma geral, dos fenômenos financeiros reais em economias capitalistas em modelos de equilíbrio geral. No que se segue, nós apresentamos uma alternativa na qual a moeda e os fenômenos financeiros têm um papel essencial na determinação de fenômenos reais, e onde o papel da instituições financeiras e do Estado no financiamento do desenvolvimento não é ambíguo.

2.2 Uma abordagem Keynesiana

Keynes insistiu em diversas passagens na Teoria Geral e em artigos posteriores a ela, que o investimento era a *causa causans* da determinação da renda e da poupança. A reversão de causalidade no processo de financiamento do investimento na Teoria de Keynes é consequência lógica de seu Princípio de Demanda Efetiva, que estabelece as

⁷ Na análise da experiência do Sudeste Asiático, Stiglitz e Uy também apresentam dois papéis suplementares do Estado no financiamento do desenvolvimento: o do estímulo à poupança, basicamente através de criação de instituições de poupança de longo prazo e manutenção de taxas de remuneração destas poupanças minimamente positivas; e incentivo no desenvolvimento de instituições financeiras privadas.

⁸ Este é o tom do comentário de Jamarillo-Vallejo (1994: 53), subsequente ao texto de Stiglitz (1994) nos Proceedings da Reunião Anual do Banco Mundial, permeia muitas das críticas correntes às IFD: "In his paper Stiglitz is asking us to assume that governments all over the world - especially developing countries - are wise, fair and efficient enough to carry out the kind of "perfect" intrusive intervention suggested by him. It is as if the world of the second best had just been discovered and we had not learned from the experience with the different forms of government intervention that we have seen in this century".

leis de funcionamento de uma economia monetária da produção.⁹ Esta reversão, por sua vez, indica uma hierarquia de agentes dentro dos mecanismos de financiamento da formação de capital em economias capitalistas: o modelo Keynesiano possui portanto uma “estilização” própria do processo de financiamento do investimento, da mesma forma que nos modelos neoclássico há uma estilização do mecanismo de financiamento do investimento (onde o poupador individual é o centro da análise, e o mercado de capitais competitivo é o *locus* estilizado do processo de intermediação de poupança). Na estilização Keynesiana as instituições financeiras (especialmente os bancos¹⁰) tem papel ativo e essencial na dinâmica do crescimento. Vejamos.

Em economias monetárias, o acesso a moeda é fundamental para aquisição de bens e serviços, para honrar-se compromissos assumidos através de contratos denominados em moeda corrente, e para adquirir outros ativos financeiros.¹¹ A liquidez, para realizar tais operações, pode ser obtida pela venda de um bem ou serviço, ou pela venda de um título de propriedade (p.ex. ações) e/ou de dívida (p.ex. debêntures). Se a oferta total de liquidez é exógena ao sistema e dada, um aumento da demanda por liquidez por parte de alguns agentes - se não contrarrestada pela redução simétrica por outros - implica na elevação da taxa de juros (ou uma redução do preço dos títulos emitidos para captar-se liquidez). A taxa de juros é portanto o prêmio pela perda da liquidez, e não pela abstinência ao consumo, um resultado básico da Teoria da Preferência pela Liquidez (TPL).

Para este texto, o corolário mais importante da TPL é que a oferta total do fundos emprestáveis para realização do *finance* é principalmente determinada pela oferta e demanda de liquidez. Dado que os bancos, ao contrário de outros intermediários financeiros, são agentes criadores *ex nihilo* de moeda - ou seja, eles podem criar moeda através de uma simples operação contábil -, eles tem um papel fundamental “na transição entre uma escala mais baixa e mais alta de atividade” (1937: 668).

Por sua vez, os bancos são legalmente obrigados a converter a par seus depósitos em moeda corrente sob demanda dos depositantes, o que explica porque, mesmo voluntariamente, eles mantenham reservas em moeda corrente (reservas). Dado o estoque de reservas dos bancos comerciais, a criação de depósitos representa uma redução - mesmo que temporária - da relação reservas sobre depósitos, o que amplia a vulnerabilidade financeira dos bancos. Portanto, grande parte da oferta de *finance* é determinada pela disposição dos bancos como um todo em expandir esta vulnerabilidade financeira, alargando o hiato entre seus passivos, remunerados ou não,

⁹ Para uma análise dos fundamentos do pós-Keynesianismo, ver Carvalho (1992: parte I).

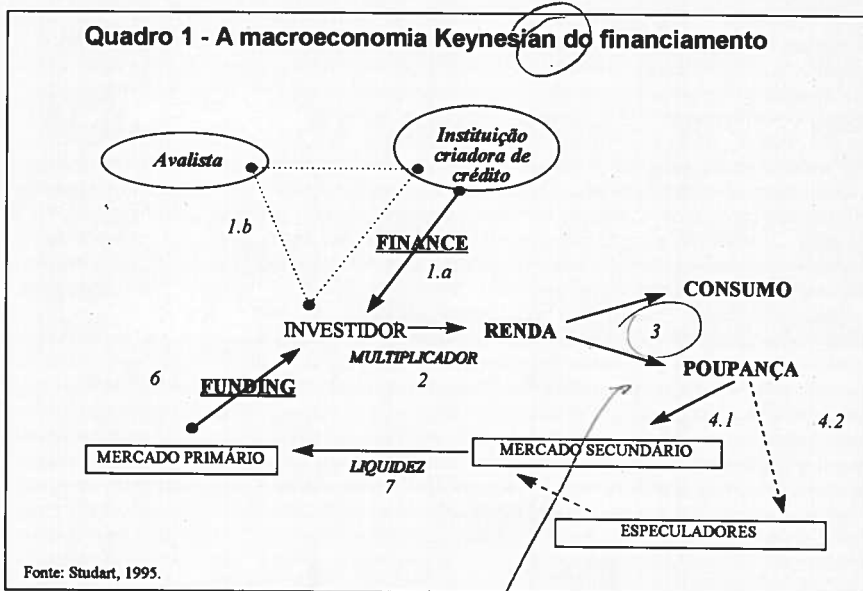
¹⁰ Schumpeter também colocava os bancos como agentes contrais do processo do financiamento, na medida em que: “[The capitalist] can only become an entrepreneur by previously becoming a debtor” (1924: 102) e “Granting credit in this sense operates as an order on the economic system to accommodate itself to the purposes of the entrepreneur, as an order on the goods which he needs: it Means entrusting hem with productive forces. It is only thus that economic development could arise from the mere circular flow in perfect equilibrium” (Op. cit: 104). Os bancos, enquanto principal criador de moeda em economias monetárias, seriam portanto a própria expressão do capital, já que suas decisões podem frustrar projetos de investimentos ou acelerá-los. (Como veremos mais adiante, mudanças recentes do sistema financeiro tem transferido parte deste papel para mercados organizados de negociáveis de curto prazo).

¹¹ Neste sentido, agentes têm preferência pela liquidez seja porque esperam realizar pagamentos (motivo transação), seja porque querem se precaver frente a necessidades momentâneas de moeda (motivo precaução) ou seja porque esperam que, ao reter moeda, possam obter ganhos de capital adquirindo ativos com valores inferiores aos preços correntes (motivo especulação). Isto é, em economias monetárias, os agentes têm preferência pela liquidez por motivos distintos (um dos quais é o motivo *finance* citado acima), expresso pela seu desejo de tornar-se menos ou mais vulneráveis frente a necessidades futuras de liquidez.

e seus ativos (empréstimos). A isto denominamos preferência pela liquidez do sistema bancário.

Se os investimentos tivessem prazos curtos de maturação (um período de produção por exemplo), talvez o financiamento da formação de capital pudesse ser resolvido facilmente: supondo-se um perfeito casamento do volume de investimentos com as preferências de maturidades de aplicação de poupanças, na medida em que aumentasse a capacidade produtiva das empresas e que estas aumentassem suas receitas advindas da expansão da oferta de seus bens, as empresas inversoras poderiam repagar suas dívidas. Mas como os investimentos em geral têm horizontes de realização largos, a existência de mecanismos de transformação de passivos (de curto para longo prazo) pode ser essencial manter as condições de endividamento das empresas investidoras - e para delimitar sua vulnerabilidade financeira a possíveis mudanças das taxas de juros de curto prazo. Ao mecanismo de transformação nas estruturas de passivo denominamos *funding*.

Do ponto-de-vista lógico, o *funding* é, portanto, posterior a realização do *finance*. Isto porque são as condições de crédito que restringem a realização de projetos de investimento. E é o investimento que dá início ao processo multiplicador que gera renda e poupança agregadas superiores, que serão alocadas no processo de *funding*. Esquemáticamente, poderíamos entender a Macroeconomia Keynesiana do Financiamento da Acumulação (MKFA) como se segue.



Como o esquema indica, independentemente da estrutura financeira específica, as instituições criadoras de moeda, os agentes provedores de *finance* (seta 1.a) são centrais para a realização de gastos autônomos, em especial na passagem de um nível a outro de atividades. Uma vez realizado o investimento, inicia-se o processo multiplicador da renda (seta 2), que cria uma poupança adicional exatamente igual ao investimento adicional realizado (setas 3.1). Por sua vez, os especuladores e os

mercados organizados de títulos e valores (tipicamente as Bolsas de Valores), representavam o arranjo institucional onde, em funcionando adequadamente, o *funding* é realizado.

Para diferentes estruturas financeiras poderemos imaginar distintos arranjos institucionais que permitem um eficiente processo de *finance-funding*. Por exemplo, se utilizamos o modelo norte-americano (anteriormente ao processo de desregulamentação dos anos 90), enquanto os bancos comerciais são tipicamente os agentes criadores de moeda. Os bancos de investimento, por sua vez, desempenham o papel de especulador no processo de finance (triângulo pontilhado, item 1.b), mantendo títulos (ações e debêntures) da empresas financiadas em carteira, e realizando o *underwriting* da colocação deste mesmo títulos quando as condições nos mercados organizados de títulos mercado forem favoráveis.¹²

A menção de uma estrutura financeira específica serve para reforçar a idéia de que não só há outros arranjos institucionais distintos no processo macroeconômico de financiamento da acumulação, como não há porque se imaginar que um arranjo seja mais eficiente que outro.¹³ Zysman (1983), por exemplo, mostra tão distintos quanto, por exemplo, o dos Estados Unidos (sistemas com base em mercados de capitais) e da França (sistemas com base em crédito), foram funcionais ao financiamento do investimento. Outros exemplos mais contemporâneos, como o Brasil e algumas economias em rápido desenvolvimento serão discutidos mais abaixo.

2.3 Financiamento do desenvolvimento: peculiaridades

Os problemas do financiamento do desenvolvimento podem ser entendidos levando em consideração dois aspectos interrelacionados do processo:

- (1) na maioria dos países em desenvolvimento os mercados organizados de títulos (especialmente os de longo prazo) inexistem ou são pouco desenvolvidos, e portanto seus sistemas financeiros são dominados por instituições de crédito;
- (2) o desenvolvimento é em geral um processo caracterizado por alto grau de incerteza, envolvendo introdução de novos setores, tecnologias e processos de produção.

Em economias com sistemas financeiros com base em crédito, o crescimento é associado a um rápido aumento da vulnerabilidade dos prestamistas e do sistema financeiro. Na ausência de mercados financeiros organizados, ou formas outras de se realizar o *funding*, é possível demonstrar que o crescimento econômico pode alcançar rapidamente uma restrição de financiamento (e não de poupança) dado o aumento rápido dos riscos dos emprestadores e dos prestamistas. E neste sentido que, utilizando o arcabouço pós-Keynesianos podemos compreender algumas das constatações típicas de modelos novo-Keynesianos (i) os processos de racionamento de crédito; (ii) a "preferência" das empresas investidores ao autofinanciamento (ou melhor, ao auto-

¹² Note que, do ponto de vista macroeconômico, a poupança adicional gerada pelo processo multiplicador expande a liquidez dos mercados organizados proporcionando as condições de mercado para colocação destes títulos. Mais sobre isto abaixo.

¹³ Uma vez definida esta *hierarquia* no processo macroeconômico de financiamento do investimento é que podemos, de um ponto-de-vista Pós-Keynesiano, avaliar a eficiência de uma determinada estrutura financeira (Stuart, 1995b). Neste contexto teórico, os problemas informacionais, tão preciosos à análise Novo-Keynesiano, são importantes para a avaliação dos mecanismo de *funding* no processo de financiamento do desenvolvimento.

funding) e (iii) a importância da estabilidade das condições de crédito, especialmente da taxa de juros, para a sustentabilidade do investimento. Vejamos.

2.3.1 Os problemas de *finance* e *funding* no desenvolvimento

Como Davidson já procurou mostrar em diversas ocasiões (veja-se por exemplo, 1994: cap. 8) é um equívoco imaginar-se a demanda transacional por moeda keynesiana como um função da renda corrente (Y). A teoria pela preferência pela liquidez estabelece que esta seja uma função, como já foi dito acima, dos gastos antecipados (motivo transação) e das expectativas sobre preços futuros viz-à-viz preços correntes de ativos (motivo especulação).¹⁴

As conclusões de Davidson tem consequência teórica importante para entendermos os problemas de financiamento do desenvolvimento. Em outra ocasião (Stuart, 1995) apresentamos um modelo de estoque e fluxos para demonstrar que um aumento dos níveis de investimento esperado aumenta a demanda transacional por moeda à la Davidson, e, por conseguinte no grau de vulnerabilidade financeira dos bancos. A consequência básica de nosso modelo é que o aumento da taxa de crescimento com base na aceleração da taxa de formação bruta de capital implica em um racionamento de crédito bancário.

Por outro lado, na medida em que os bancos comerciais em economias em crescimento têm em geral demandas excessivas de crédito, o racionamento implica a exclusão de empresas novos e/ou pequenas, e/ou projetos de investimento com retornos excessivamente longo e/ou incertos.¹⁵

Do ponto-de-vista do *funding*, o processo multiplicador da renda garante que o investimento agregado gera poupança agregada de igual tamanho. Isto implica dizer que, como Davidson (1986) demonstrou, numa economia em que a propensão marginal a manter "poupanças" na forma de ativos de longo prazo (h) das unidades familiares fosse igual a 1, ao final do processo multiplicador as empresas investidoras não problemas em emitir ativos de longo e repagar suas dívidas junto aos bancos comerciais - realizando assim o funding. Ocorre porém que somente uma pequena parcela da riqueza das famílias é mantida em títulos primários de longo prazo ($logo$, $h < 1$) e, portanto, o problema da transformação não é elementar.¹⁶ E obviamente o problema se agrava quanto menos desenvolvidos e voláteis forem os mercados organizados de títulos de longo prazo.

A inexistência de mecanismos apropriados de funding pode ter duas consequências desestabilizadoras do processo de desenvolvimento. Primeiramente, uma tendência a um curto prazismo, com consequências imediatas sobre as estratégias de investimentos das empresas. Em segundo lugar, o desenvolvimento de mecanismos de auto

¹⁴ Ou seja, a demanda por moeda deve ser definida como:

$$L_t = \alpha \cdot C + \beta \cdot I + \varepsilon \cdot G \text{ onde } C = a_1 + b_1 \cdot Y \text{ e } I = a_2 - b_2 \cdot i, \text{ logo } L_t = \zeta + \beta \cdot b_1 \cdot Y$$

onde $\zeta = \alpha \cdot (a_1) + \beta \cdot (a_2 - b_2 \cdot i) + \varepsilon \cdot G$; e C , I e G são, respectivamente, consumo, investimento e gastos do governo planejados.

¹⁵ Neste caso, por exemplo, as empresas inovadoras - ou seja, aquelas que introduzem novos produtos, se inserem em novos mercados (internos e externos) e/ou introduzem novas formas de produção - e as pequenas e médias empresas tendem a ser discriminadas. De fato, os bancos comerciais, nestas condições, têm preferência por empresas estabelecidas, em mercados conhecidos e com história de relações com o banco (ou outros bancos) e com suficientes colaterais (Cf. Dosi, 1990), como discutiremos mais abaixo.

¹⁶ Daí surge, portanto, o papel dos especuladores e dos mercados organizados de títulos, qual seja, a de dar liquidez a títulos que, por serem ilíquidos para a sociedade como um todo, teriam pouca

financiamento, onde variações de mark-up e preços são fundamentais nas estratégias de financiamento da acumulação (Studart, 1995). Obviamente, quando o investimento médio está aumentando, a única forma de tal estar acontecendo é se as empresas inversoras conseguem expandir o seu *mark-up* no período de crescimento. Este mecanismo de *self-funding* foi muito comum, por exemplo, no Brasil nos anos 50, 60 e 70 (veja-se Studart, 1995) e em algumas economias do Sudeste Asiático (veja-se Gore e Akyuz, 1994).

2.3.2 Incerteza inerente ao financiamento do investimento

O desenvolvimento envolve, não raro, a introdução de uma nova tecnologia ou organização de produção por empresas inovadoras, ou inserção num mercado até então pouco conhecido dos produtores nacionais. Estes investimentos, por sua vez, criam novas oportunidades de investimento, não só dentro dos setores escolhidos, como para os setores a eles ligados através do que se convencionou chamar *forward* e *backward linkages*.

Tipos de investimentos	Tipo I: Empresas e setores estabelecidos com investimento marginais	Tipo I + Tipo II: Criação de novas empresas, setores ou entrada em novos mercados
Problemas informacionais	Investimento Tipo I: assimetria de informações etc	Investimento Tipo I + Investimento Tipo II: informações inexistentes
Falhas de intermediação possíveis	Falhas Tipo I: Problemas de monitoramento, seleção e empréstimo; incompletude ou inexistência de mercados; competição imperfeita;	Falhas Tipo I + Falhas Tipo II: Inexistência de instituições que possibilitem o financiamento de empreendimentos com pouco acesso ao sistema de crédito e a mercados de títulos organizados

Logo, o grau de incerteza sobre o futuro de grande parte das empresas emissoras de títulos de longo prazo é elevado e se modifica na passagem de uma economia em fluxo circular e em crescimento. Neste caso, como o quadro acima indica, o problema de *funding* em economias em desenvolvimento não se resume à distribuição falha de informação sobre diversos projetos existentes com a rentabilidade conhecida, mas sim à incerteza sobre o próprio sucesso da introdução de um novo padrão produtivo e/ou a busca de novos mercados, e suas consequências para o setor e para a macroeconomia. Não por coincidência, nos países em desenvolvimento, as IFD surgem, especialmente, como instrumentos de implementação de estratégias de desenvolvimento, e secundariamente como respostas a falhas de mercados. O seu papel portanto não pode ser compreendido como o de simples intermediário entre poupadores, outros intermediários financeiros e investidores: as IFD criam mercados, e logo as informações requeridas para que ativos financeiros sejam criados e negociados nos mercados privados de fundos emprestáveis.

3. ESTADO, REFORÇO DE MERCADO E SINALIZAÇÃO

O que une os modelos Neo-Clássicos aos modelos Novo-Keynesianos no que tange ao papel do Estado no desenvolvimento? Ao nosso ver, o elo é a concepção de que o Estado é um agente externo à coordenação dos agentes: enquanto para os primeiros a intervenção estatal *distorce* reduzindo a eficiência da utilização dos recursos, nos modelo Novo-Keynesianos a intervenção do Estado *corrige* os problemas alocativos gerados por falhas na distribuição informacional.

Na abordagem Pós-Keynesiana, que tem no princípio da não-ergodicidade um dos principais pilares, o Estado não é exterior ao processo de desenvolvimento na medida em que as políticas financeiras (entre outras) contribuem na criação de um caminho para o desenvolvimento, ou seja, no estabelecimento do que Stiglitz e Uy (1996) chamaram de visão. Um projeto de desenvolvimento cria novas informações, possibilitando aos agentes se organizarem e planejarem seu futuro a partir de seus comportamentos maximizadores - uma função que Aoki, Murdock e Okuno-Fukiwara (1995) denominaram market-enhancement.

Neste tipo de abordagem, quanto menos desenvolvidos os setores e mercados, maior é o papel do Estado. Isto significa que as políticas setoriais devem ser seletivas e têm tempo útil delimitado. A persistência de políticas setoriais tende a gerar uma acomodação à tutela do Estado, reduzindo o caráter empresarial (e inovador) do setor protegido, transformando a atividade produtiva em secundária frente à atividade cartorial - como Schumpeter (e.g. 1934) enfatizou tantas vezes.

Um Estado desenvolvimentista deve essencialmente voltar suas políticas para a determinação de um projeto de desenvolvimento e a consolidação de setores dentro deste projeto.¹⁷ As instituições financeiras de desenvolvimento (IFD) e as relação do Estado com o processo de financiamento do investimento do desenvolvimento devem, ao nosso ver, ser compreendidas dentro deste contexto. As IFD surgem, portanto, como instrumentos de implementação de estratégias de desenvolvimento, direcionando fundos de longo prazo para setores estratégicos, criando oportunidades de investimento não só dentro dos setores escolhidos, como para os setores a eles ligados através do que se convencionou chamar forward e backward linkages. O seu papel portanto não pode ser compreendido como o de simples intermediários entre poupadores, outros intermediários financeiros e investidores: as IFD criam mercados, criam as informações requeridas, que uma vez padronizados, com rentabilidade e qualidade conhecidas, são passíveis de negociação de mercados de crédito e títulos privados (ver Studart, 1997).

O caso Coreano é exemplar na análise do papel das IFD, não porque o Estado tem reconhecidamente um papel grande no financiamento, mas por causa das características do desenvolvimento econômico meteórico desta economia. A trajetória de desenvolvimento recente deste país pode se resumir num crescimento rápido associado com um constante *up-grading* tecnológico voltado para o aumento da competitividade de alguns setores para inserção em mercados internacionais. O processo de *up-grading* implicou no desenvolvimento sobreposto de setores tradicionais (por exemplo, o setor têxtil), altamente intensivos em mão de obra pouco qualificada, de setores mais intensivos em tecnologia de ponta e mão-de-obra

¹⁷ Crescentemente esta parece ser a conclusão a que autores tão variados quanto o Amsdem e Euh (1990), Banco Mundial (1994) e Stiglitz e Uy (1996) chegam a respeito do sucesso do modelo do Sudeste Asiático.

qualificada (e.g. setor automobilístico, micro-eletrônico e computadores).¹⁸

Dado o caráter inovador dos investimentos realizados, não é surpreendente que este país seja, dentre os países em desenvolvimento, o que possui o maior número de instituições financeiras de desenvolvimento: possui duas grandes IFD (o *Korean Development Bank* e a *Korea Development Technology Corporation*), além de dezenas de bancos especiais de financiamento voltados para setores e atividades específicas. Os dados sobre o papel de tais instituições no crédito total do sistema financeiro mostram sua importância: de acordo com o Banco Mundial (1992: 281) os "empréstimos de política" (*policy loans*) - definidos como "empréstimos sob alguma forma explícita de programa de crédito, isto é, com ofertas e taxas de juros preferenciais e com o apoio de redesconto automático do Banco Central", representavam 47.4%, 52.4%, 59.8% e 52.8% respectivamente em 1975, 1980, 1985 e 1990.

do que?

A intervenção governamental no setor financeiro não parou por aí: dada a solidez do equilíbrio fiscal nestes países, a capacidade de manutenção de taxas reais de juros relativamente baixas e o efetivo controle dos *spreads* de intermediação, a estratégia de desenvolvimento Coreana pode se dar dentro de condições financeiras relativamente estáveis. Mesmo após a desregulamentação gradual do sistema financeiro¹⁹, os controles governamentais sobre oferta e condições de financiamento de longo prazo fariam a América Latina até os anos 80 parecer um paraíso de liberdade financeira.

Dada a magnitude dos fundos públicos para o financiamento do investimento, é difícil imaginar que as taxas de investimento, não raro superiores a 30% do PIB Coreano, poderiam se dar sem tais arranjos institucionais voltados para garantir financiamentos para setores emergentes. O fato é que o Governo Coreano utilizou-se do poder de influência de suas IFD para criar condições apropriadas para o financiamento do rápido *take-off* de setores que dificilmente se desenvolveriam sem tal apoio.

Uma vez criados estes setores, e garantida sua rentabilidade, a atratividade de seus títulos para o mercado privado de capitais abre possibilidades de Funding independentemente de fundos públicos. Assim, por exemplo, a expansão recente dos mercados acionários, motivados especialmente pelo aumento dos investimentos estrangeiros, foi acompanhada pelo aumento significativo de empresas listadas e de emissão de novas ações e outros títulos de longo prazo.²⁰

A experiência Coreana, portanto, ilustra que o papel do Estado não advém de falhas informacionais, mas sim das dificuldades inerentes do desenvolvimento espontâneo de mecanismos de *finance* e *funding* em economias de rápido crescimento, especialmente para setores que fazem são jovens e inovadores, e onde o passado é um guia pouco confiável para formar expectativas em relação ao futuro. Por outro lado, esta experiência indica oportunidades (e desafios) criados pelos desenvolvimentos recentes

¹⁸ Para uma análise sucinta e precisa sobre a estratégia de desenvolvimento recente da República da Coreia (e outras economias de rápido crescimento na Ásia) ver UNCTAD (1996, parte 2, caps. 1 e 2).

¹⁹ O processo de liberalização do sistema financeiro Coreano se deu entre 1982 e 1988, e não só foi gradual como restritivo no que tange à liberalização de taxas de juros e entrada de bancos e investidores estrangeiros. Para uma análise completa, ver OECD (1993).

²⁰ Somente para contrastar, na América Latina, o crescimento de preços dos ativos em mercados secundários pouco teve a ver com seu papel na captação de recursos de longo prazo (no mercado primário). Não fora pelas emissões motivadas pelos processos de privatização, dificilmente poderíamos dizer que a expansão dos mercados secundários em nossa região nos anos 90 tenha sido, efetivamente, funcional ao nosso desenvolvimento econômico.

dos mercados financeiros nacionais e internacionais²¹ na complementação ao papel das IFD, principalmente no que tange a novas formas de captação de recursos e de Funding.²²

4. CONCLUSÃO

Três são os problemas do financiamento do desenvolvimento, se tomamos consideramos a abordagem keynesiana:

(i) a inexistência de mercados organizados de títulos privados, característica da maioria das economias em desenvolvimento, implica que este crescimento implica um rápido aumento do grau de endividamento bancário e por parte das empresas, e consequentemente da vulnerabilidade financeira de emprestadores e prestamistas;

(ii) na medida em que aumenta o risco de empréstimo e da exposição dos agentes privados, o crescimento, pode, portanto, gerar racionamento de crédito e menor disposição à dívida;

(iii) setores "emergentes" e inovadores, assim como pequenas e médias empresas em geral, têm dificuldade de acesso a crédito, na medida em que tem relações de clientela pouco (ou nada desenvolvidas) com bancos comerciais.

X Os mercados de capital internacionais nos anos 80 e 90 mudaram significativamente, o que resultou numa aumento substancial de fluxos de capital para economias em desenvolvimento. Mas os problemas estruturais do financiamento do desenvolvimento não se modificaram sensivelmente, e portanto o papel do Estado não diminuiu: dentro de um contexto de modificação dos possíveis caminhos do desenvolvimento, o volume e prazos de maturação adequados dos fundos de financiamento de longo prazo passaram a ser um condicionante para o desenvolvimento sustentado.

Do ponto-de-vista teórico, o que legitima este papel não são somente as possíveis falhas informacionais que geram alocação ineficiente dos recursos financeiros, mas também o fato de que a incerteza é inerente ao processo de desenvolvimento - especialmente se este processo se baseia crescentemente em reestruturações tecnológicas e voltadas para mercados não tradicionais. É bem verdade que o processo de securitização e globalização abre possibilidades de *funding* das IFD, mas de uma forma geral a tendência dos mercados internacionais é de diminuição - e não ampliação - dos prazos de maturação do financiamento. Neste sentido, a análise pós-Keynesiana

²¹ Para uma análise detalhada sobre as origens e o processo de globalização financeira, ver Helleiner (1994).

²² Tendo em vista a visão estabelecida sobre os benefícios da expansão de poupança externa para economias em desenvolvimento (ver e.g. Reisen, 1996), poder-se-ia esperar que um aumento dos fluxos de capital representasse um redução dos problemas de financiamento do investimento - como seria compatível com a Teoria de Kemp-MacDougall. Para a análise dos impactos destes desenvolvimentos sobre o financiamento do desenvolvimento, a questão que se coloca é, obviamente, se o aumento da liquidez nos mercados gera, por si só, expansão dos fundos disponíveis nos mercados primários - onde as empresas efetivamente captam parte de seus financiamentos de longo prazo. Nestes termos, é interessante observar-se que, por exemplo, em nossa região, o aumento de liquidez nas bolsas de valores não tem se traduzido numa expansão do volume de ações emitidas (além daquelas de empresas em processos de privatização). Enquanto isto, há indícios que efetivamente tem ocorrido uma expansão dos mercados primários, por exemplo, na Coreia, Malásia e Tailândia (Cf BIS (1995: 151). A questão da funcionalidade dos fluxos de capital para o desenvolvimento não é portanto elementar. Dado o limite deste artigo, não podemos analisar o papel dos fluxos de capital para o desenvolvimento dentro do arcabouço pós-Keynesiano - tema que será objeto de um artigo a ser publicado.

complementa a análise Novo-Keynesiana sobre papel do Estado no financiamento do desenvolvimento.

Com a Coréia nós observamos que o mercado de capital pode complementar, mas não substituir fontes sólidas de financiamento de longo prazo. Duas IFD extremamente fortes e bem articuladas com os setores industriais dão o tom da estratégia de longo prazo do Governo, criando as oportunidades de investimento para o setor privado. No caso da América Latina, a questão é preocupante: não só na maioria dos países a estratégia de desenvolvimento não está claramente definida (com a exceção do Chile, obviamente), como as IFD estão sendo dilapidadas em função de uma crença na capacidade dos mercados privados em suplantar seus papéis tradicionais, sem que os mercados de capitais se apresentem com alternativas.

Sem que se definam as oportunidades de longo prazo, não é de se espantar que nossa região seja essencialmente um pólo de atração de capitais de curto prazo, altamente especulativos, e que nossos sistemas financeiros continuem a ser extremamente curto-prazistas. Enquanto isto, o Sul e Sudeste Asiático atraem volumes crescentes de capital de longo prazo (investimento estrangeiro direto) e o desenvolvimento dos seus mercados secundários está ampliando as fontes de financiamento de longo prazo disponíveis nos mercados primários. Esta é uma questão também importante para entendermos o papel das IFD num contexto de globalização financeira. Mas dados os limites de espaço deste artigo, deverá ser tratado em uma outra oportunidade.

5. REFERÊNCIAS

- Akyuz, Y. (1992) 'On financial deepening and efficiency', UNCTAD Discussion Paper, No. 43, March.
- ← Akyuz, Y. e C. Gore (1994) "The profit-investment nexus in East Asian Development", UNCTAD Discussion paper. 91, Outubro.
- Amsden, A.H. and Euh, Y. (1990) 'Republic of South Korea's financial reform: what are the lessons, UNCTAD Staff papers 30.
- ← Andersen, T.B. (1983-84) 'Some implications of the efficient capital markets hypothesis', *Journal of Post Keynesian Economics* 6,2: 281-294.
- Aoki, M., K. Murdock e M. Okuno-Fujiwara (1996) "Beyond The East Asian Miracle: Introducing the Market Enhancing View", Center for Economic Policy Research, Stanford University, mimeo.
- ← BIS (1995) - Bank of International Settlements, 65th Annual Report, Basileia, 12 de Junho.
- ← Carvalho, F.J.C. (1992) *Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*, Aldershot: Edward Elgar.
- ← Davidson, P. (1986) 'Finance, funding, saving and investment', *Journal of Post Keynesian Economics* 9,1: 101-110.
- (1994) *Post-Keynesian Macroeconomic Theory: a Foundation for Successful Policies for the Twenty-first Century*, Edward-Elgar: Aldershot, England; Vermont, USA.
- Dosi, G. (1990). "Finance, Innovation and Industrial Change", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13: 299-319.
- Gale, D. *Money: In Equilibrium*, Cambridge University Press, Chs. 1,2
- Gersovitz, R. (1988-89) 'Saving and development', in Chenery, H.B. and T.N. Srivasan (eds), *Handbook of Development Economics*, Amsterdam: North-Holland.
- Gertler, M. (1988) 'Financial structure and aggregate economic activity: an overview. *Journal of Money, Credit, and Banking*. 20(3): 559-587.
- Goldsmith, R. W. (1969) *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press.
- Helleiner, E. (1994). *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca and London: Cornell University Press.

- Jamarillo-Vallejo, J. (1994) 'Comment on "The role of the State in financial markets" *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, The World Bank: Washington, D.C.: 53-58;
- Keynes, J.M. *Collected Writings* (CWJMK). D.E. Moggridge (ed.), London: Macmillan for the Royal Economic Society, various dates from 1971.
- (1937) 'The "ex-ante" theory of the rate of interest'. *The Economic Journal*, December 1937. Reprinted in CWJMK, vol. XIV: 215-23.
- Lewis, M. K. (1992) 'Modern banking in theory and practice', *Revue Economique* 10, 2: 203-225.
- McKinnon, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: Brookings Institution.
- Minsky, H. P. (1982) 'The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy', in C.P. Kindleberger and J.P. Laffargue (eds) *Financial Crises*, Cambridge: Cambridge University Press.
- OECD (1993), *Liberalizing capital flows in developing countries*, Department Centre Studies, 1993
- Patel, I.G. (1994) "Keynotes" to the *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, The World Bank: Washington, D.C.: 19-52.
- Pollard, S. (1964) *Fixed Capital in the Industrial Revolution in Britain*, *The Journal of Economic History*, 24(3), September: 299-314.
- Reisen, H. (1996) "The limits of foreign savings", para o International Forum on Latin American Perspectives, Inter-American Development Bank/OECD Development Centre, Mimeo.
- Schumpeter, J. (1934) *The Theory of Economic Development*, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 1951.
- Sommel (1992) "Finance for growth: lessons from Japan", *UNCTAD Discussion Paper*, February.
- Stiglitz (1988) Banks as social accountants and screening devices for the allocation of credit. National Bureau of Economic Research, Working paper 2710.
- (1994) 'The role of the State in financial markets' *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, The World Bank: Washington, D.C.: 19-52;
- Stiglitz J.E. and M. Uy (1981) "Financial Markets, Public Policy, and the East Asian Miracle", *The World Bank Research Observer*, 11(2): 248-276.
- Stiglitz J.E. and A. Weiss (1981) 'Credit rationing in markets with imperfect competition', *American Economic Review* 71,5: 393-410.
- Stuart, R. (1993) 'Financial repression and economic development: towards a post-Keynesian alternative', *Review of Political Economy*, 5,3: 277-298.
- (1995) *Investment Finance in Economic Development*, London: Routledge.
- (1997) "Instituições Financeiras de Desenvolvimento: Mais uma Vez no centro das Atenções", *Revista RUMOS DO DESENVOLVIMENTO*, nº 131, pp. 41-3.
- Tobin, J. (1984) "On the efficiency of the financial system", *Lloyds Bank Review*, 153: 1-15.
- World Bank (1989) *Financial Systems and Development*, *World Development Indicators*, Annual Report.
- UNCTAD (1996), *Trade and Development Report 1996*, Geneva e N. York: Nações Unidas,
- Zysman, J. (1983). *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Growth*, Oxford: Martin Robertson.