

## 1. Introdução

A perspectiva desenvolvida neste artigo é a de que o desenvolvimento da problemática relativa ao financiamento do investimento envolve a qualificação de que o financiamento da acumulação em economias monetárias pode se dar via distintos arranjos institucionais, que levam em consideração as especificidades dos ambientes a que estão inseridas, tendo associadas particulares condições de estabilidade. Por isto mesmo, estas formas institucionais não são únicas e podem, além do mais, mudar ao longo do tempo (CORRÊA, 1996).

Dentro deste contexto, o propósito deste texto é mostrar como Keynes trata desta questão, destacando que sua "forma típica" de financiamento ao investimento tem implícita um determinado ambiente institucional. Nestes termos, iremos destacar que as condições de financiamento e estabilidade inerentes ao modelo Keynesiano mudaram e o objetivo é mostrar como a questão do financiamento ao investimento fica afetada com estas mudanças exigindo que sejam feitas qualificações a alguns dos conceitos desenvolvidos.

Para iniciar, cabe destacar que quando tratamos do investimento, estamos nos referindo à decisão de acumular ativos fixos de capital<sup>1</sup>, cuja principal característica é a indivisibilidade, a longa duração, a iliquidez. A decisão de investir leva em consideração as receitas que se espera obter do uso do equipamento de capital durante sua vida útil, envolvendo o longo prazo, na medida em que os referidos ativos continuam atuando no processo produtivo, durante vários períodos de produção<sup>2</sup>.

O financiamento à compra de bens de investimento é complexo pois, dada a própria característica do capital fixo são necessários vários períodos de produção para levantar, via processo produtivo, montantes suficientemente grandes a ponto de alcançarem a magnitude do capital fixo em questão<sup>3</sup>.

A medida que a tecnologia passa a exigir a utilização de escalas cada vez maiores, com uso intensivo de capital fixo e grandes indivisibilidades, trazendo consigo um crescimento no período de gestação do investimento, verifica-se a necessidade de concentração de enormes montantes de capital para a efetivação da inversão e, a partir daí, a escolha de como financiar a nova capacidade produtiva passa a representar outra importante dimensão do processo de decisão do investimento.

## 2- Keynes e a forma típica de financiamento do investimento - a relação *finance/funding*

### 2.1 - O finance

A discussão acerca da forma institucional do financiamento ao investimento surge em escritos posteriores à Teoria Geral. Mais especificamente esta discussão se encontra basicamente contida nos artigos escritos em 1937 como resposta ao Professor Ohlin<sup>4</sup>. Neles, Keynes desenvolve mais especificamente o "motivo transação", qualificando-o de forma nova. Em sua resposta, é desenvolvido o conceito de *finance*, apontando para a definição de *funding*, a partir da indicação de um arranjo financeiro "típico": o circuito *finance - I - S - funding*

\* Doutora em Teoria Econômica pelo IIA/UNICAMP e Professora do Departamento de Economia da Universidade Federal de Uberlândia.

<sup>1</sup> Planta industrial e equipamento.

<sup>2</sup> Hülferding (1985) utilizando Marx, coloca que, do valor destes, apenas uma parte é transmitida em termos de desgaste durante um período de rotação. Continuam participando do processo de produção, depois de completado o ciclo de rotação.

<sup>3</sup> Hülferding (1985) chama a atenção para o fato de que na indústria moderna os capitais individuais têm dificuldade, se não impossibilidade, de levantar estes montantes.

<sup>4</sup> Podem ser considerados dois artigos: "Alternative Theories of the rate of interest" (1971a) e "the ex ante theory of the rate of interest" (1971b).

Primeiramente, a novidade da qual emergem todas as demais é a explicitação de que a decisão de investir envolve, temporariamente, uma demanda de moeda antes que o investimento tenha se concretizado, denominada de *finance*. É uma "demanda adicional de liquidez" para fazer jus às obrigações relacionadas ao interregno existente entre a decisão de investir e a efetivação do investimento. Esta demanda é distinta daquela que emerge como resultado da atividade corrente do investimento que ocorre a partir do momento em que ele estiver operando (KEYNES, 1937a:207).

A constatação de que o investimento planejado precisa de uma sustentação financeira prévia, que permita a sua efetivação, torna possível a qualificação de que o *finance* não envolve poupança, na medida em que ele está sendo requerido antes que esta tenha sido gerada<sup>5</sup>, visto ser o ato do investimento que cria, uma poupança correspondente. A igualdade contábil entre a poupança e o investimento continua prevalecendo. A novidade na concepção de Keynes está em que esta igualdade é garantida pelo nível de renda e não pela taxa de juros.

*"(...) if the banking system chooses to make the finance available and the investment projected by the new issues actually takes place, the appropriate level of incomes will be generated out of which there will necessarily remain over an amount of saving exactly sufficient to take care of the new investment"* (KEYNES, 1971a:210).

Há, portanto, uma distinção conceitual entre poupança e investimento no que tange à sua relação cronológica. Mais do que isto, a disponibilidade de *finance* é uma condição para a geração de poupança, na medida em que investimento só se efetiva se a referida demanda de liquidez houver sido respondida. Se a produção não se iniciou, ainda não foi gerado nenhum fluxo de pagamentos/rendimentos e, por isto mesmo, a poupança - que é uma alocação de renda corrente - não pode ter tido lugar (KEYNES, 1971<sup>a</sup>:209).

Até aqui fica claro que o *finance* se relaciona a uma demanda de liquidez para efetivar uma decisão de gasto com investimento. Gostaríamos de considerar, no entanto que o conceito pode ser tomado de forma mais geral, considerando que ele se relaciona à demanda prévia de liquidez para efetivar qualquer decisão de gasto (CARDIM DE CARVALHO, 1991). Neste sentido, a decisão de produzir também traz consigo a necessidade de uma provisão financeira prévia à efetivação da produção - o *finance* para produção. Assim o *finance* para investimento, que é requerido a partir do seu planejamento, e que estamos aqui tratando é um caso particular e o mais complexo de ser efetivado. No contexto apresentado até o momento, fica indicada a contextualização mais geral, que destaca o fato de que a efetivação do *finance* para investimento é prévia à geração da própria poupança. O fato de haver uma demanda de liquidez a partir da decisão de gasto e antes de sua efetivação permite a percepção da importância do papel do sistema financeiro na determinação do nível da capacidade produtiva.

No entanto, ainda não destacamos qual a forma de se ofertar este *finance*. É a partir das considerações a seguir que podemos levantar o modelo implícito de financiamento do investimento adotado por Keynes.

O autor coloca que, no caso do *finance* para investimento, que é uma provisão financeira prévia, é preciso saber qual a "técnica" a ser usada para ultrapassar o gap existente entre a decisão de investir e a sua efetivação. Como já mencionado anteriormente, esta demanda pode ser suprida por recursos próprios que tenham sido acumulados via lucros passados, ou via recursos externos à firma. Keynes destaca que este *finance* vai ser ofertado essencialmente por especialistas - os bancos -, que têm a capacidade de criar moeda através de operações contábeis (KEYNES, 1971b: 219).

O banco cria um passivo contra si mesmo (utilizando valores depositados ou lançando um certificado de depósito que é um título de dívida) e, através deste endividamento específico, faz suas operações de empréstimo - que

<sup>5</sup>. Nestes termos, os recursos demandados são maiores que os recursos existentes.

equivalem à compra de um ativo -, um título de dívida contra a firma que está pegando emprestado. Nesta operação, como se percebe, não estão envolvidos recursos reais. Não há poupança envolvida, o que ocorre é uma criação de poder de compra adicional.

Para além da própria questão da temporalidade distinta, citada logo acima, o destaque à capacidade de geração de liquidez por parte dos bancos é outro elemento fundamental na argumentação do autor. Permite de um lado, a percepção de que a capacidade de financiamento independe de poupança e, de outro lado, aponta para a análise da especificidade dos bancos frente aos demais agentes econômicos.

Durante o estágio de *finance* (*financial stage*), os bancos terão sua liquidez temporariamente diminuída. No entanto, o autor destaca a especificidade do sistema bancário, na medida em que este consegue restaurar sua liquidez. Keynes mostra que os bancos, considerados em seu conjunto, ofertam o *finance*, sem absorver recursos novos, utilizando-se de um fundo rotativo que fica constantemente em suas mãos, podendo ser usado e reutilizado.

O atributo de rotatividade deste fundo decorre do processo através do qual a liquidez bancária é restaurada via operação do multiplicador Keynesiano, ou seja, a despesa de investimento gera renda, um fluxo de pagamentos no sistema econômico. Os agentes, a partir daí, depositam uma parcela na forma de passivo bancário, que permitirá a reposição da liquidez bancária, dado o nível de investimento.

Cabe aqui ressaltar que os bancos distinguem-se dos demais agentes, na medida em que os depósitos bancários são amplamente aceitos como meios de pagamento. A capacidade dos bancos em centralizar capital, está ligada a esta especificidade do setor, sendo que a possibilidade de contínua restauração da liquidez amplia significativamente a capacidade de expansão dos créditos bancários.

Keynes vai mais adiante em algumas questões. Ainda com relação ao já referido fundo rotativo, mostra que este é um fluxo constantemente em renovação (KEYNES, 1971b: 219).

No caso em que o investimento se processa a uma taxa constante, o *finance* requerido será ofertado por este fundo rotativo que tem magnitude mais ou menos constante - cada empresário tendo seu *finance* disponível na medida em que outro paga o seu, após completar o investimento. O autor explicita então que, caso as decisões de investimento estejam crescendo<sup>6</sup> nota-se aí o envolvimento de um *finance extra* que, ao constituir uma demanda adicional de moeda, afeta a taxa de juros (KEYNES, 1971b: 210).

Uma escala mais alta de atividade planejada traz consigo um crescimento na demanda por liquidez que supera aquela repostada pela taxa do investimento *ex-ante* que estava se processando em ritmo constante. A efetivação da elevação do nível de investimento depende, por isto, de um lado do "*animal spirits*" dos empresários e do outro, do comportamento do sistema bancário que deve estar disposto a se tornar menos líquido<sup>7</sup>. As condições de financiamento são, portanto, fundamentais na determinação do nível da nova capacidade produtiva, na medida em que representam o meio pelo qual os planos de investimento transformam-se em realidade. Desta forma, no caso dos bancos, por alguma razão, não estarem dispostos a financiar, será este aperto nas condições financeiras, e não a "falta de poupança", que limitará a expansão, a despeito da vontade dos empresários de investir.

A análise apresentada por Keynes esclarece vários aspectos quanto à questão do financiamento ao investimento, na medida em que aborda:

a) Na distinta temporalidade que envolve o investimento e a poupança, com destaque para a determinação do primeiro sobre a segunda;

b) no poder de criação de moeda por parte dos bancos;

<sup>6</sup> - Investimento *ex post* > investimento *ex ante*.

<sup>7</sup> - O que pode implicar, por exemplo, na diminuição de sua razão de reservas.

Estes elementos mostram a independência do investimento frente a poupança, além de esclarecerem o sentido dado aos referidos conceitos. Continuando os demais pontos levantados, temos ainda que:

c) A demanda de liquidez sob o motivo transação mantém relativa independência do nível de renda corrente.

d) Os bancos são agentes econômicos especiais que, por terem mercados cativos, têm grande capacidade de restauração de liquidez, eles os ofertadores "típicos" do *finance* para efetivar o investimento.

Quando explicita esta questão, o autor não está se referindo meramente ao fato de que os bancos concedem o crédito solicitado, abrindo, ato contínuo, depósitos em nome dos tomadores. Se fosse apenas isso, a hipótese só teria validade para o curtíssimo prazo, pois quando os empréstimos são pagos, os depósitos são destruídos. A questão fundamental tratada por Keynes refere-se à capacidade bancária de restauração de liquidez que advém de operações de crédito ao investimento (o *finance* de investimento), que possibilita a criação de nova capacidade produtiva, de riqueza nova. São os novos fluxos de pagamentos/recebimentos gerados que tendem a voltar aos bancos, pelo menos temporariamente, repondo sua liquidez. A questão tem a ver com a especificidade do crédito para investimento, que cria nova capacidade produtiva.

e) Levando em consideração a afirmação do item acima, o *finance* é um fluxo, um fundo rotativo que pode ser usado e reutilizado sem absorver novos recursos, enquanto que a poupança é um estoque.

Todos estes elementos rebatem na explicitação da influência do sistema financeiro sobre a determinação do nível de atividade e no seu importante papel no crescimento econômico. Fica claro que o investimento não está limitado pela poupança existente e sim pela disponibilidade de recursos - de *cash* -, que na economia capitalista moderna é essencialmente fornecido pelo sistema financeiro, com capacidade de criação de moeda.

É necessário perceber que Keynes está considerando implicitamente como parâmetro de sua análise, uma economia capitalista avançada, com um sistema bancário desenvolvido, com existência de mercados organizados de ativos financeiros e um determinado nível de desenvolvimento tecnológico que traz consigo a existência de plantas com tamanhos gigantescos, de grandes escalas de produção e grandes indivisibilidades em que, portanto, o capital fixo tem um peso enorme. Os montantes envolvidos nestes tipos de investimento são improváveis de serem levantados pelo capitalista individual<sup>8</sup>, advindo daí a necessidade de financiamento externo à firma, respondido, no modelo, por bancos que têm a capacidade de aglutinar enormes montantes de capital e de criar moeda.

Portanto, podemos dizer que a transição para uma escala maior de atividade que envolve uma maior demanda de liquidez não será atingida se os bancos não estiverem dispostos a liberar os recursos. Postas estas qualificações, podemos perceber que o "público" pode "poupar" o que quiser e, mesmo assim, o resultado esperado não será atingido.

Nestes termos, a efetivação do investimento que envolve grandes magnitudes está relacionada a duas decisões interligadas: de um lado, aquela que leva em conta as receitas esperadas advindas do uso do ativo de capital na produção e o custo do investimento e, de outro, a que diz respeito ao financiamento do ativo de capital que, no caso referido, envolve uma decisão de se ter passivos financeiros. Esta segunda decisão, no modelo, e até a década de 70, depende diretamente do comportamento do sistema bancário. Neste sentido, em determinadas condições (em especial quando tratamos de investimentos que envolvem enormes indivisibilidades), as facilidades financeiras são capazes de regular o patamar dos novos investimentos.

No entanto, a questão relativa ao financiamento ao investimento não se encerra aí. Além da problemática desenvolvida acima, de como e de quem é capaz

<sup>8</sup> Mais à frente comentaremos que este tipo de investimento envolve também uma mudança de estrutura da unidade empresarial.

de ofertar estes grandes montantes, o financiamento ao investimento nos remete a outras questões que trataremos logo a seguir.

## 2.2- A relação *finance/funding* - a questão do alargamento de prazos

Devido à existência de horizontes de pagamento relativamente estáveis<sup>9</sup>, vimos que é possível administrar estruturas patrimoniais com horizontes de maturação dispares, supondo-se que os depositantes/aplicadores continuem mantendo saldos inativos por prazos regulares. Apesar desta capacidade, dada a magnitude dos montantes envolvidos no financiamento ao investimento, no modelo apresentado pelo autor, os bancos buscam segurança, tentando manter um perfil de endividamento compatível com o perfil do crédito que oferecem. Por isto, neste modelo, a resposta à demanda acima - o *finance* - é eminentemente de curto prazo. No entanto, a questão da complexidade do financiamento ao investimento do tipo mencionado não está resolvida.

No modelo, o processo típico de financiamento ao investimento é apresentado na seguinte passagem: *"The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long term issue on satisfactory conditions."* (KEYNES, 1971b:217)

Como se percebe, este processo envolve dois movimentos:

i) Um, referente ao processo de *finance* que se relaciona ao fato de os bancos avançarem os grandes montantes de capital requeridos para a efetivação do investimento, via oferta de crédito de curto prazo;

ii) Outro, referente ao processo de *funding*, que implica na utilização de mecanismos de consolidação financeira, que permitam a transformação de obrigações de curto prazo, numa relação de longo prazo<sup>10</sup>. Este *eventualmente* será utilizado.

Este "processo" típico de financiamento deve ser visto como um todo. No caso dos investimentos que envolvem grandes magnitudes de capital e estão relacionados a grandes indivisibilidades técnicas advindas do caráter altamente integrado da maquinaria, eles envolvem necessariamente o segundo movimento, que se refere à transformação da referida dívida de curto prazo em obrigações de longo prazo.

Como relatado acima, no modelo apresentado, os bancos realizam o *finance* via crédito de curto prazo. Na medida em que estão envolvidos grandes montantes de capital, o empresário poderá não efetivar o investimento, se não houver a perspectiva de consolidação financeira, mesmo havendo *finance* disponível, pois que poderá não ter condição, a curto prazo, de saldar sua dívida. Na verdade, neste caso, o próprio banco não estará disposto a avançar o *finance*, dado o problema do mencionado risco de crédito. Esta perspectiva de alargamento é, pois, demandada e necessária tanto para tomador quanto para credor, visto que os riscos envolvidos<sup>11</sup> no caso do não-pagamento podem afetar tanto um como o outro<sup>12</sup>, de forma irreversível. O tipo de investimento que envolve grandes montantes e indivisibilidades

<sup>9</sup> É portanto também de uma certa estabilidade na rotatividade dos depósitos.

<sup>10</sup> Keynes desenvolve essencialmente o processo de *finance*, deixando o de *funding* apenas indicado. De qualquer forma, está posto o fato do autor estar tratando de uma economia capitalista com uma complexa rede de interrelações financeiras. Estas permitem que os devedores paguem seus débitos não com o *cash* derivado do fluxo de rendimentos gerados pela produção, mas com o *cash* obtido através de débitos. Nestes termos, está explícita a assimetria de *cash flows* que envolvem o investimento.

<sup>11</sup> Vinculados ao princípio do risco crescente.

<sup>12</sup> Esta observação é importante pois podem ocorrer casos em que os montantes envolvidos não sejam tão grandes e que, apenas para o tomador, a soma seja considerada alta, vis a vis a possibilidade de levantar o pagamento. Do ponto de vista do banco, o não pagamento desta quantia não implicará em perdas que abalem sua estrutura. Neste caso, apenas o tomador demandará mecanismos de alargamento de prazos. Eles não são, no entanto, necessários e este é o caso de indústrias que não tem tecnologia tão complexa nem uma maquinaria tão integrada.

significativas requer mecanismos de transformação de prazos, mesmo no caso em que o *finance* é feito via crédito de curto prazo. Como se percebe, a existência de canais de consolidação financeira pode ser uma das formas possíveis de reduzir o risco de instabilidade financeira, tornando viável a efetivação do tipo de investimento em questão.

Uma das questões fundamentais, quando discutimos aspectos relacionados ao *funding* se relaciona ao fato de que a transformação das obrigações de curto prazo numa relação de prazo mais alongado implica na existência de detentores de riqueza dispostos a aplicar em títulos financeiros de longo prazo. No modelo de Keynes, estes prováveis detentores serão os "novos poupadores"<sup>13</sup>, criados pelo próprio investimento financiado (CARDIM DE CARVALHO, 1991:135), sendo mostrado que, do ponto de vista macro, o financiamento ao investimento gera os recursos necessários para consolidação financeira. No entanto, a possibilidade *funding*, neste modelo, está condicionada à existência de aplicadores dispostos a adquirir títulos de longo prazo (DAVIDSON, 1986). Esta é uma coordenação complexa, sobretudo porque dados os riscos envolvidos nos contratos de longo prazo, os horizontes dos investidores e dos referidos aplicadores podem ser distintos.

Para melhor compreensão, é preciso perceber que esta "forma típica" de financiamento ao investimento apresentada por Keynes está considerando a possibilidade de acomodação destes horizontes contraditórios, estando implícito um modelo com uma determinada estrutura institucional, sujeito a condições de estabilidade que lhe são características, elementos que serão tratados a seguir.

### 3-As condições de estabilidade e a estrutura de financiamento implícitas ao modelo keynesiano

Keynes nos mostra que, numa economia em que o futuro é incerto, as previsões econômicas vão depender, não apenas do julgamento sobre a ocorrência mais provável, mas também da confiança em tal julgamento (KEYNES, 1982:124). A previsão, portanto, não é redutível a um cálculo, sendo "*razoável que nos deixemos guiar, em parte, pelos fatos que merecem nossa confiança*" (idem, ibidem). Nestes termos, o estado de confiança torna-se uma variável fundamental à determinação das previsões.

A suposição é a de que a avaliação do mercado existe (no caso, a do mercado de capitais) e é formada basicamente por uma convenção: a de "*supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido*" (KEYNES, 1982:126), a não ser que haja razões concretas para esperar uma nova mudança. Por isto mesmo, o "método habitual" considera a situação atual e projeta-a no futuro, considerando modificações só no caso da existência de motivos que definam a mudança de comportamento.

A construção do próprio modelo keynesiano de análise, que considera uma determinada equação de preços industriais de oferta, bem como um "arranjo institucional típico" de financiamento, traz consigo, implicitamente, condições de estabilidade específicas que tornam "racional" o comportamento descrito acima.

O "modelo de Keynes" envolve a hipótese de que os contratos de crédito e endividamento não podem ser violados durante o período de produção, sendo fixos em termos de prazos e de taxas de juros. As flutuações de curto prazo da referida taxa não afetam, pois, as decisões de produção, sendo suposto que esta taxa flutue em torno da taxa de longo prazo que, por sua vez, só se alterará se houver razão para uma elevação do prêmio de liquidez (TAVARES E BELLUZZO, 1984:4)<sup>14</sup>.

A sincronia, no período de produção, entre os "contratos de oferta" e os "contratos de dívida", ou seja, a estabilidade nas condições contratuais no mercado de trabalho e no mercado de crédito permitem, no modelo, o cálculo do preço global de oferta. Nas condições apontadas, podem ser feitos contratos futuros denominados em moeda, que pré-estabelecem o valor da mesma para o período coberto pela contratação e o preço de oferta pode ser planejado como um preço de

<sup>13</sup> - No sentido considerado pelo texto.

<sup>14</sup> - O motivo *finance* não é suficiente para determinar uma elevação duradoura da taxa de juros.

produção (TAVARES E BELLUZZO, 1984:3), montado a partir de custos primários relativamente estáveis<sup>15</sup>, acrescidos de uma margem normal de lucro (mark up fixo).

A moeda é considerada a "liquidez por excelência", sendo a sua função primária<sup>16</sup> a de ser moeda-de-conta para contratos, relacionada ao seu atributo de reserva de valor. Como os agentes confiam na manutenção de seu poder de compra, ela é considerada uma forma de riqueza, um ativo que é demandado por si mesmo, podendo ser retido nos portfólios privados por períodos indeterminados.

Um modelo como este exige uma economia fechada com um padrão monetário estável, ou mesmo uma economia aberta em que vigore um padrão monetário internacional, que garanta taxas de equilíbrio de longo prazo para juros e câmbio. Estas condições permitem a estabilidade das condições contratuais e possibilitam um sistema de preços fixos industriais.<sup>17</sup>

Neste caso, é possível que existam detentores de riqueza dispostos a reter títulos de longo prazo, que sejam atraídos por uma remuneração mais alta do que aquela paga aos instrumentos financeiros de prazo mais curto. Mesmo assim, o tipo de ativo que os aplicadores procuram pode continuar sendo incompatível com o tipo de ativo que os devedores estão dispostos a oferecer. Deve-se levar em conta que, mesmo em condições de estabilidade, existem aplicadores que não pretendem enfrentar as condições de extrema iliquidez que possam estar envolvidas na aquisição de ativos de longo prazo e, neste caso, pode estar envolvida a questão do volume de capital que se dirija a este tipo específico de ativo.

Como já observamos, conjuntamente com as referidas condições de estabilidade e vinculado a elas, o modelo Keynesiano considera uma determinada estrutura de financiamento, calcada em instituições que dão a perspectiva de atenuar a iliquidez e os riscos envolvidos no alargamento de prazos. Estas viabilizam que os aplicadores tenham acesso a ativos diversificados<sup>18</sup>, e que possam transacioná-los em mercados secundários, além de possibilitar a administração de estruturas passivas e ativas com distintos horizontes de maturação (STUDART, 1993).

A "forma típica" de financiamento ao investimento indicada pelo autor, que envolve o circuito financiamento - investimento - poupança - funding é pois determinada e resultante de um parâmetro institucional específico, que está implícito ao modelo, sendo o referido circuito uma das possíveis formas institucionais para o financiamento da acumulação em economias monetárias.

Para bem entender o circuito de financiamento ao investimento apontado por Keynes, sua validade e seus limites é preciso considerar que o autor está implicitamente tratando de uma economia capitalista avançada, com elevado grau de centralização de capitais, sistema bancário desenvolvido e mercado de capitais atuante, havendo um mercado secundário desenvolvido para o transacionamento das ações.

O modelo bancário "típico" de Keynes é aquele em que os bancos operam captando essencialmente depósitos à vista (o principal passivo bancário) e ofertando empréstimos de curto prazo não securitizáveis (elemento essencial do ativo). Estes são a própria razão de ser do banco, que tem significativa autonomia para a criação de créditos e é capaz - na medida em que se está considerando um elevado grau de centralização de capitais - de alavancar os enormes montantes demandados para o financiamento do capital fixo. No entanto, existem poucos ativos financeiros alternativos.

Mesmo considerando que a criação de moeda escritural não é ilimitada, esta estrutura de financiamento destaca o poder do finance bancário. Desde que os depósitos funcionam como meios de pagamento e na hipótese de que existam poucas alternativas de aplicação, é lícito afirmar, como faz Keynes, que grande parte dos fluxos de pagamento gerados pela própria efetivação do investimento

<sup>15</sup>. O ponto de partida é a taxa nominal de salários, constante no período de produção.

<sup>16</sup>. Os pós-Keynesianos, em especial Davidson e Minsky, destacam que Keynes constrói seu paradigma a partir do conceito de "economia monetária da produção", sendo este o núcleo definidor de sua abordagem.

<sup>17</sup>. Destaquem-se aqui as preocupações de Keynes quanto à questão do câmbio.

<sup>18</sup>. Este papel de intermediação determina a possibilidade de surgimento de ampla gama de ativos, inclusive.



transformam-se<sup>19</sup> em passivos bancários, constituindo-se em importante elemento de reposição da liquidez dos bancos. Numa estrutura como esta, destaca-se o poder do *finance* bancário, sendo elevada a capacidade de criação e multiplicação de moeda a partir de depósitos à vista<sup>20</sup>.

Um outro aspecto a considerar é que mesmo que Keynes não tenha desenvolvido a questão do *funding*, deixando-a apenas indicada, podemos afirmar considerando várias passagens da Teoria Geral e de seus escritos posteriores, que o autor leva em conta a existência de um mercado de capitais desenvolvido onde pode ser feita a consolidação financeira. Uma vez existindo a perspectiva de consolidação, os bancos dispõem-se a oferecer, via crédito de curto prazo, os enormes montantes demandados para a compra do capital fixo.

A importância da abertura de capital é explícita para o autor ao mostrar que a maioria das empresas que têm peso relativo no valor total do investimento podem ser cotadas na bolsa de valores (KEYNES, 1982: 126), sendo estas as que efetivamente demandam grandes montantes de financiamento (KEYNES, 1982: 130).

Por outro lado, a perspectiva efetiva da consolidação, leva à possibilidade da cobertura do crédito de curto prazo, coloca-se pelas condições de estabilidade consideradas no modelo. Estas justificam a existência de detentores de riqueza dispostos a aplicar em títulos de longo prazo - como as ações - na busca de um bom rendimento. Além do mais, a institucionalização do mercado de capitais, que permite a transformação da empresa individual em sociedade anônima, traz consigo a operação de um mercado secundário para o transacionamento das ações. Por isto mesmo estas, apesar de serem títulos de longo prazo, não carregam consigo a característica de iliquidez. "*Assim, os investimentos que são 'fixos' para a comunidade tornam-se 'liquidos' para o indivíduo*" (KEYNES, 1982:127).

Com esta discussão, estamos querendo mostrar que o circuito *financiamento - investimento - poupança - funding* apontado por Keynes é um "processo característico" (STUDART, 1993) a uma economia avançada e que leva em conta condições de estabilidade e estruturas institucionais determinadas. Estes elementos limitam a consideração do referido circuito como "forma típica" de financiamento ao investimento a um determinado período histórico, em que estão presentes os condicionantes que determinam aquela específica conformação e a determinadas economias possuidoras do arranjo institucional descrito.

Esta construção permite-nos passar a um nível de análise histórico-concreto e mostrar que as condições de estabilidade que determinam a forma de estruturação do modelo keynesiano estão presentes na conformação do capitalismo à época de sua análise. Podemos considerar que Keynes constrói seu modelo referenciado nestas condições, levando implicitamente em consideração a realidade econômica pós-II Revolução Industrial, em que a alta finança europeia, a hegemonia inglesa e o padrão ouro possibilitam a expansão do capitalismo a nível mundial, num contexto de estabilidade estrutural que, no entanto, não impede a grande crise que se apresenta nos anos 30.

É neste contexto que Keynes opõe-se frontalmente à ideologia de que o capitalismo é capaz de produzir sua auto-regulação. Constrói seu modelo à luz desta realidade em que o capitalismo apresenta características estruturais específicas, referenciado no modelo institucional da economia anglo-saxônica e americana nos referidos anos. Mostra, de um lado, que este sistema é intrinsecamente instável e traz estruturalmente a possibilidade de crises. De outro lado, destaca a profundidade destas crises capazes de destruir o emprego, a riqueza e a capacidade produtiva sem que haja, no entanto, mecanismos automáticos de ajuste.

<sup>19</sup> - Pelo menos temporariamente.

<sup>20</sup> - Na verdade, é difícil distinguir os depósitos à vista dos depósitos a prazo para fins operacionais do crédito bancário, fato reconhecido por Keynes já naquela época (livro VII do Tratado de Probabilidade). Nestes termos, é necessário fazer uma leitura abrangente da criação creditícia.



#### 4- Os limites do modelo implícito de Keynes e os reflexos sobre o arranjo financeiro de financiamento do investimento.

Um dos elementos determinantes da estabilidade econômica que continuou perdurando até os anos 60, e que permite que o modelo keynesiano possa ser considerado válido até aí, foi a vigência de uma estrutura financeira robusta que apareceu como legado do conservadorismo pós-depressão e do imediato pós-guerra.

No entanto, é preciso perceber que a forma típica de financiamento ao investimento apontada por Keynes deve ser delimitada historicamente (CORRÊA, 1996). Queremos destacar que a partir da década de 60 o desenho da estrutura de financiamento implícita em Keynes sofre mudanças profundas. Verificamos que surgem inovações financeiras a partir da potência dominante (os Estados Unidos), que reverberam sobre as demais economias capitalistas tendo em vista, inclusive, o movimento de internacionalização financeira que se agudiza a partir da década de 50.

Nestes termos estas inovações reverberam sobre as demais economias capitalistas, afetando as condições de financiamento e de estabilidade das mesmas, em seu conjunto.

O que se verifica é que, no final da década de 50, como resultado da dinâmica internacionalizada, é inaugurado um quadro de grandes transformações que apontam para a ampliação da natureza financeira e fictícia da riqueza no capitalismo como um todo. A estrutura de financiamento norte americana, por ser parte integrante desse processo começa a apresentar na mesma época, transformações fundamentais, com o aparecimento de uma série de inovações financeiras, que vão no sentido da flexibilização da atividade de *Position making*, que começa a ser feita do lado do passivo<sup>21</sup>. Neste sentido, os bancos passam a ter a possibilidade de gerar fluxos de liquidez através de operações passivas. Estas inovações não só viabilizaram o aumento de empréstimos a taxas superiores às apresentadas pelas reservas bancárias, como também possibilitaram que a atividade de *Position making* se libertasse do monopólio do mercado de Títulos do Tesouro e da manutenção de reservas monetárias em caixa.

O interessante de todo este movimento é que a ideia da necessidade de se trabalhar com operações financeiras seguras e cobertas (*hedge finance*), que prevaleceu desde a crise de 29 até imediato pós-guerra, está posta em cheque na década de 60. De fato, o movimento de crescimento de passivos rumo a operações menos cobertas afeta o comportamento dos agentes econômicos como um todo e não apenas os bancos. A partir destas inovações está posta a possibilidade de que as empresas cresçam num movimento especulativo e fictício, no contexto de um mercado financeiro e monetário acompanhado de tensões inflacionárias.

Somado a isto, como discutimos, o movimento de internacionalização econômica aparece intensificado nesta década, operando com um mercado financeiro internacional organizado, num quadro de esgotamento do padrão de acumulação centrado em bens de consumo duráveis, apresentando-se o caráter contraditório da hegemonia americana e da própria "ordem econômica internacional". O interessante a observar é que tais modificações elaboradas a partir da estrutura de financiamento americana são feitas "ad hoc", sem que se tenha efetivamente mudado a ordem institucional existente.

Isto fica claro quando observamos que apesar da alteração do cenário internacional, o padrão dólar-ouro continuou vigorando durante a década de 60 graças, em parte, ao desenvolvimento do Mercado Financeiro Internacional que abriu aos Bancos Centrais uma forma de manter o valor de suas reservas em dólares.

No entanto, a reformulação da estrutura de financiamento americana, por suas características e pelo papel dos EUA na citada dinâmica internacionalizada, acaba pondo em cheque o próprio padrão de financiamento dominante no capitalismo de até então (*hedge finance*). O déficit público norte-americano adquire um componente financeiro importante, na medida em que o Estado passa a garantir a natureza financeira e fictícia da riqueza, bancando os aumentos do lucro bruto das

<sup>21</sup> - O lançamento de CDBs, na década de 60 foi o instrumento de *position making* mais utilizado na década de 70 e o Commercial Paper, na década de 70.

corporações nacionais. Esta ação exacerba os desequilíbrios da economia norte-americana e acaba pondo em risco não só a estabilidade do dólar como do padrão monetário internacional (BRAGA, 1991:9).

Com o fim da convertibilidade do dólar em ouro, é retirada qualquer restrição ao déficit do balanço de pagamentos americano. O dólar, que era o centro do sistema, só tinha uma referência senão ele mesmo. A continuidade do déficit americano acaba por reascender a especulação financeira, levando a um clima de incerteza quanto à confiabilidade das novas paridades e a uma onda de especulações (contra o dólar). A possibilidade de alterações bruscas na taxa de câmbio está posta, pois estas taxas, apesar de flutuantes, não obedecem o livre jogo do mercado, estando reguladas pela intervenção dos Bancos Centrais, operantes no sentido de evitar grandes variações especulativas (BELLUZZO E COUTINHO, 1982:11). Assim, a possibilidade de que o câmbio varie devido a movimentos meramente especulativos leva à implementação de contratos com taxas de juros flutuantes.

A partir da decretação do fim da paridade entre o dólar e o ouro, fica explícito que as flutuações nas taxas de câmbio não refletem apenas a situação de comércio exterior de cada país, mas trazem também um importante componente especulativo que reflete, principalmente, movimentos financeiros de curto prazo. As taxas de juros internas (nominal e real) dos países com moedas fortes passam a ser os condicionantes da formação da taxa de câmbio, interrelação que gera grande instabilidade nos mercados financeiros dos países capitalistas. Nestes termos, a possibilidade de alterações bruscas nas taxas de juros é elemento fundamental para esta instabilização.

As inovações financeiras implementadas ao longo da década de 70 tiveram um caráter essencialmente defensivo, com vistas a fugir das restrições dos mercados nacionais de crédito<sup>22</sup>, a resolver a questão da reciclagem do enorme montante de liquidez que inunda o mercado internacional de crédito em razão do primeiro choque do petróleo, bem como de superar a crise monetária internacional do início da década. Apesar de os novos instrumentos financeiros terem buscado a diluição de riscos e uma maior flexibilidade para os intermediários financeiros e aplicadores, a direção tomada pelas inovações acaba por aumentar o potencial de instabilidade. Haja vista, por exemplo, a adoção de juros flutuantes que transfere em parte, ou totalmente o risco de conjuntura para o credor - um fardo muito grande. movimento que, aliás, já se apresenta desde as modificações financeiras implementadas na década de 60.

Na década de 80, como resultado desta situação em que a fragilidade da estrutura de financiamento apresenta-se desnudada, as relações financeiras, mais uma vez, apresentam novas operações, sendo desenvolvidas inovações rumo à prática de *hedging finance*.

Um dos principais eixos dessas inovações é o processo de **securitização**, movimento que converge interesses de tomadores, aplicadores e intermediários financeiros, que consiste num esquema de endividamento direto junto ao credor (intermediário financeiro ou não) através de um título de dívida de emissão própria (FERREIRA E FREITAS, 1990:40), sendo esta uma operação típica do mercado de capitais porque, em princípio, passa à margem do processo de intermediação financeira.

Dentre as novas formas de operações financeiras que se destacam na década de 80, além do *underwriting* dos bancos no processo de securitização, um mecanismo de compartilhamento de riscos, aparece um conjunto de inovações que tomam o sentido da busca de instrumentos de *hedge*, inspirados no mercado futuro de commodities agrícolas. Esta é uma nova senda de inovações que também se desenvolve espontaneamente e que dá uma nova dimensão aos mercados financeiros, que passam a ter como que um espaço "virtual".<sup>23</sup>

Ainda uma forma de precaução contra variações imprevistas que pode ser citada são os **swaps de juros e de câmbio**, que "são uma operação financeira

<sup>22</sup> Em especial, o dos Estados Unidos.

<sup>23</sup> Termo utilizado por Luiz Carlos Mendonça de Barros (1990\*).

*por meio da qual dois agentes decidem trocar, entre si, fluxos de pagamentos ao longo de determinado período de tempo referidos a um determinado valor*" (FERREIRA E FREITAS, 1990:48). Estes aparecem como forma de seguro contra variações de juros e de câmbio, desenvolvendo-se a partir do final da década de 70, através, inicialmente, de swaps de câmbio e depois, de swaps de juros. As operações citadas dão grande flexibilidade às empresas, no caso do manejo de seus ativos e passivos, estando uma das vantagens ligadas à possibilidade de redução do custo do endividamento, graças à exploração de vantagens comparativas em cada uma das pontas.

Podemos observar que se distingue como característica do período, o desenvolvimento de instrumentos de *hedging finance* e a intensa integração do Sistema Financeiro Internacional, acompanhada por um acirramento da concorrência. Para este processo influi, de um lado, a desregulamentação e, de outro, a intensidade e rapidez do processo inovativo, que apresenta grande desenvolvimento tecnológico nas áreas de telecomunicações e informática. Isto contribui para uma brutal redução nos custos de intermediação financeira e possibilita a criação de técnicas mais eficientes de administração de portfólios, propiciando assim a referida integração.

Concretamente, como espelho desta situação, constatamos que nos anos 80, a demanda por ativos emitidos no Mercado Internacional de Capitais tem sido dominada por grandes investidores institucionais dos países industrializados, incluindo Companhias de Seguro, Fundos de Pensão, Fundos Mútuos e outros Fundos de Investimento.

O desenvolvimento rápido de um mercado de produtos derivados (como o de opções, futuro e swaps) também é um sinal da crescente integração dos mercados, que tem conduzido, ademais, à formação de uma rede de agentes estreitamente ligados. Este movimento pode ser detectado quando observamos que os citados instrumentos facilitam a integração de mercados com diferentes maturidades e características de risco, criando rápida reestruturação dos portfólios.

A partir desta breve contextualização podemos assim verificar que as condições de estabilidade que permaneceram até a década de 60 caem definitivamente por terra. A partir daí, o "modelo keynesiano" não mais se sustenta, posto que não se pode mais admitir a hipótese de estabilidade dos contratos de oferta e dos contratos de dívida, no período de produção.

Desde que os supostos acerca da existência de determinadas condições de estabilidade estrutural não mais se sustentam, a "racionalidade" advogada para o comportamento dos agentes também não pode ser mais aquela considerada no modelo de Keynes. Visto que as expectativas de curto prazo tornam-se muito instáveis (contaminando as de longo prazo) pela possibilidade de "*um ajuste inesperado no preço de cálculo da oferta global, por modificações imprevisíveis nas condições de formação dos preços absolutos*" (TAVARES E BELLUZZO, 1984:9-10), não se pode mais considerar que os agentes comportem-se da "maneira convencional" quando tratam de suas expectativas de longo prazo, ou seja, esperando que as condições do presente repitam-se no futuro. Dadas as condições vigentes, os valores do capital e da taxa de juros de longo prazo são incalculáveis, pois a trajetória dos preços de longo prazo é impossível de prever. A componente especulativa da valorização capitalista que era apenas residual, autonomiza-se em relação às condições de valorização produtiva.

As formas de valorização do capital passam a ser predominantemente especulativas e "*dadas a desorganização do padrão monetário e cambial não encontram repouso em qualquer ativo particular. O caráter rentista da riqueza capitalista prevalece sobre seu caráter produtivo, fazendo com que uma parte substancial dos custos de produção devam ser estimados com uma enorme margem de segurança*" (TAVARES E BELLUZZO 1984:10)<sup>24</sup>.

Assim, a partir das inovações financeiras lançadas no mercado americano nos anos 60, o modelo tradicional de se pensar o financiamento<sup>25</sup> não pode

<sup>21</sup> Para uma discussão acerca da especificidade desta dinâmica vide Braga, 1991

<sup>22</sup> A la Gurley and Shaw

ser mais aceito (MINSKY, 1986). É possível verificar este movimento ao se constatar, ademais, a partir da década de 70, a existência de grande leque de instrumentos financeiros apresentados como fontes alternativas de valorização, com elevado grau de liquidez. Além do mais, existe grande flexibilidade para as margens de segurança bancárias, posto que os bancos conseguem gerar fluxos monetários líquidos através de operações passivas, existindo também várias instituições capazes de socorrê-los em sua necessidade de liquidez<sup>26</sup>. Os balanços bancários refletem claramente a profunda alteração na lógica das operações bancárias, destacando-se, por exemplo, a acentuada queda na participação de caixa e reservas sobre o total do ativo e o grande crescimento dos depósitos a prazo e do crédito vis-à-vis ao crescimento (sempre menor) das reservas.

Na verdade, dado o grande número de instrumentos financeiros criados e aperfeiçoados, os agentes econômicos em geral e não só os bancos passam a ter maior facilidade de levantar *cash*, fazendo com que o sistema bancário perca o monopólio do crédito e do sistema de pagamentos. Em primeiro lugar, o próprio conceito divisor de águas entre sistema financeiro bancário e não-bancário deixa de ter sentido. Na estrutura de financiamento norte-americana, por exemplo, os bancos de investimento e as *securities houses* passam a ofertar crédito para as organizações financeiras e não-financeiras, levando a não sustentação da segmentação do sistema de crédito. Em segundo lugar, as corporações passam a lançar títulos de dívida, criando moeda privada garantida pelo sistema bancário, de forma que a divisão clara entre mercado de crédito e de capitais - característica do mercado financeiro depois do *crash* de 29 - vai deixando de ter sentido, sendo que os próprios bancos comerciais americanos ingleses e japoneses passam a operar no negócio de "*securities*" pressionando para a queda das barreiras legais que separam as duas atividades<sup>27</sup>.

Estas considerações são suficientes para mostrar que o próprio mercado de dinheiro e a estrutura de financiamento implícita à formulação keynesiana não mais funcionam da maneira prevista pelo autor destacando-se que:

a) Dado o grande leque de instrumentos financeiros que se apresentam, bem como das demais observações acima, o próprio conceito de dinheiro e liquidez utilizado por Keynes precisa ser devidamente contextualizado.

Queremos observar que a articulação entre moeda, crédito e patrimônio, implicitamente considerada no "modelo Keynesiano", é menos complexa do que a atual e que a idéia de preferência pela liquidez perde sua simplicidade originária.

De fato, a grande gama de instrumentos financeiros líquidos somada às desvalorizações sucessivas das várias moedas e a inexistência de um padrão monetário estável levam as moedas nacionais a perderem a função de reserva de valor<sup>28</sup> e que o conceito de dinheiro passe a ser cada vez mais aberto, abarcando uma grande quantidade de ativos. Ademais, a própria determinação da taxa de juros leva em conta outros elementos, sendo que sua elevação "*não corresponde mais a uma elevação do prêmio à renúncia da liquidez, mas a um prêmio de risco sobre a desvalorização provável da riqueza passada*" (TAVARES E BELLUZZO, 1984:13).

b) Existem vários instrumentos financeiros quase tão líquidos como a moeda, que podem ser adquiridos e retidos sem que se passe pelo sistema bancário, levando à necessidade de se repensar a capacidade que este sistema tem de restaurar a sua liquidez.

<sup>26</sup>-Iste é o caso do mercado interbancário e do acesso aos fundos do Banco Central, que aliás exerce o papel essencial de emprestador de última instância.

<sup>27</sup>- A última barreira para se chegar definitivamente ao intermediário financeiro único no mercado financeiro norte americano é o *Steagall*, lei.

<sup>28</sup>- Com exceção talvez do Yen e do Marco, que continuam sendo moedas fortes, haja vista que o Japão e a Alemanha são países superavitários, detentores das reservas internacionais. De qualquer forma, não existe uma moeda internacional e sim uma "coordenação monetária forçada" (Izraga, 1991:19), da qual participam, de forma privilegiada, as grandes corporações e os países capitalistas com economias dominantes. Ademais, cabe colocar a dificuldade e os limites desta coordenação, pelo fato de que a moeda hegemônica ainda é a americana.

Em primeiro lugar, é preciso observar que a perda do mercado cativo de dinheiro não afeta a capacidade de criação de moeda e o poder do *finance* bancário. Estes continuam se mantendo, só que por novas modalidades, posto que os bancos passam a ter grande capacidade de geração de liquidez<sup>29</sup>, que ademais é implicitamente coberta pelas autoridades monetárias. A perda do mercado cativo deve ser entendida num contexto em que não só estão se rompendo as barreiras entre o mercado de crédito e de capitais mas também em que começa a se apresentar a mudança da estrutura das grandes corporações, com o desenvolvimento da fusão de várias formas de riqueza<sup>30</sup>.

Nestes termos, dada a demanda de *finance* para o investimento, quando se analisa a capacidade de resposta da estrutura de financiamento de um determinado país capitalista, não se pode mais dizer que os bancos detêm a "posição chave" na determinação do crescimento do nível de atividade. Hoje, é preciso levar em consideração o conjunto da estrutura financeira que, além do mais, é "global" no sentido de fundir várias formas de riqueza e de desconsiderar os limites nacionais e de ser tão interligado internacionalmente a ponto de que as transações não precisam parar. Da mesma forma, a consideração da existência de um fundo rotativo, continuamente restabelecido constituindo-se no próprio *finance*, deve ser requalificada na medida em que aqui também se deve levar em conta o conjunto da estrutura financeira e não apenas o conjunto do sistema bancário.

c) Dada a ampla gama de exposições financeiras que se apresenta, a forma específica por que o financiamento ao investimento pode se efetivar passa por inúmeras possibilidades de combinações possíveis que não envolvem, necessariamente, a sequência interligada de *finance funding*.

E preciso retomar a relação *finance funding* e analisá-la à luz do processo de surgimento de inúmeras inovações financeiras, a partir da década de 80, cujos movimentos vão no sentido de busca de divisão de riscos e de coberturas financeiros paralelas, no intuito de consolidar estruturas financeiras mais cobertas.

Como analisamos, são criados mecanismos de "*hedge finance*", que buscam contrabalançar a instabilidade econômica advinda de posições especulativas, possibilitando endividamentos que envolvem prazos mais alongados. Por outro lado, mesmo considerando que tais inovações possibilitam que se trabalhe com horizontes mais largos, outros elementos reforçam a instabilidade, como é o caso da adoção de posições financeiras que envolvem operações com mercados entrelaçados, da componente financeira do déficit público e das dificuldades de coordenação de política econômica.

## 5- Conclusão

Hoje, a análise que trate dos arranjos financeiros utilizados para financiar qualquer tipo de gasto, em especial o investimento, deve incorporar a complexidade de se trabalhar com estruturas de financiamento vinculadas a mercados globais que nunca param e que, ademais, encampam também uma dimensão "virtual". E preciso considerar que o Sistema Financeiro passa a assumir funções complementares que acentuam a interrelação entre o mercado de créditos e de capitais, inclusive.

A incorporação destes elementos à análise do financiamento não pode ser desconsiderada devendo-se observar que a combinação escolhida tem consequências macroeconômicas distintas, pois como sabemos, o poder de multiplicação monetária resultante do ato de criação de moeda privada é tanto maior, quanto maior o envolvimento direto do sistema bancário no oferecimento do *finance* via crédito.

A incorporação destes elementos deve ser ainda capaz de destacar que a instabilidade hoje traz mais elementos do que aquela destacada por Minsky (decorrente, por exemplo, do fato de as corporações se endividarem frente ao Sistema

<sup>29</sup> - A flexibilidade das relações débito/crédito é outro elemento fundamental que deve ser acoplado à discussão de liquidez.

<sup>30</sup> - O sentido é o de que estes se tornam corporações financeiras e industriais globais.

Bancário ou emitirem Commercial Papers). Ela decorre de uma articulação que envolve grandes corporações, Estados Nacionais, mercados financeiros globalizados, investidores institucionais em busca de aplicações flexíveis, mercados virtuais etc. *"Esta instabilidade é de outro tipo, não é do tipo que Minsky acusava. As corporações reduzem a taxa de endividamento com bancos e aumentam o auto financiamento com lucros financeiros, além de dinamizarem, como um fim em si mesmo, as aplicações financeiras (papers transactions). A instabilidade financeira a nível micro, depende de situações patrimoniais especulativas, resultantes de operações em mercados entrelaçados, como os de Tokio, Nova Iorque, Londres."* (BRAGA, 1991: 15).

Além da questão de se requalificar a própria instabilidade, as operações simultâneas e/ou sequenciais ao *finance* (*funding* ou repactuação de dívidas) também precisam ser requalificadas, pois dadas as inúmeras possibilidades financeiras de levantar "*cash*", as operações de pagamento das dívidas constituídas para financiar o investimento também podem ser efetuadas de múltiplas formas, envolvendo posturas financeiras diversas<sup>31</sup>.

O esquema de *finance* não é mais "tipicamente" realizado via crédito e sim via mercado de capitais. Na verdade, ele pode abranger o mercado de créditos e de capitais exclusiva ou simultaneamente, como também pode envolver instrumentos de dívida com variedades de prazo. Ou seja, não apenas instrumentos de curto prazo. Enquanto que na forma "típica" de financiamento ao investimento apontada por Keynes, o *finance* é feito via crédito de curto prazo, na estrutura de financiamento moderna é possível utilizar conjuntamente vários instrumentos para levantar o capital necessário à efetivação da inversão, sendo que estes instrumentos já podem ser em parte diretamente de longo prazo, levantados no mercado de capitais.

No entanto, como já observamos, a possibilidade de variações bruscas e profundas nas taxas de câmbio e juros leva a que a viabilidade de esquema de prazos alongados só se concretize se houver alguma cláusula contratual ou artifício financeiro que garanta um mínimo de estabilidade para os referidos contratos. Isto pode ocorrer, por exemplo, se um (ou mais) agente (geralmente um banco) bancar ou dividir o risco de variação das taxas (de juros e/ou câmbio), ou mesmo se houver a possibilidade de alguma operação paralela de hedge. O resultado destas inovações em termos dos arranjos institucionais adotados é que não se pode dizer que haja um "arranjo típico", sendo que esquemas conjugados têm aparecido mais do que o de *finance* puro ou *finance funding* puros.

Apesar da existência destas modalidades mistas, cabe questionar até que ponto este tipo de estrutura prescinde de esquemas mais efetivos de alargamento de prazos para casos de investimentos relacionados a consideráveis indivisibilidades técnicas e enormes magnitudes de capital para a sua efetivação.

Esta é uma questão que permanece em aberto, pois apesar da velocidade de inovações técnico/produtivas, os investimentos que têm se realizado a nível dos referidos países têm relação, ou com um ciclo tecnológico "*com desdobramentos curtos e rápidos sobre segmentos importantes do complexo eletro-eletrônico e do complexo metal-mecânico*" (BRAGA, 1991: 19), ou com a modernização e crescimento de setores tradicionais. Não se têm financiado, nos países avançados, projetos industriais da magnitude dos vinculados à II Revolução industrial. Mesmo os projetos de infra-estrutura são mais reduzidos. Resta saber se estes tipos de investimentos, que envolvem enormes magnitudes de capital, dado o vulto do negócio em questão, continuam necessitando de mecanismos de "financiamento definitivo" ou se a adoção de estratégias mistas de financiamento e repactuação de dívidas, somadas a operações de hedge são suficientes para a efetivação de investimentos deste porte.

Na verdade, a indicação é a de que não se pode descartar a importância de instituições especiais de crédito, em geral públicas, que atuam dando

<sup>31</sup> Na verdade, o investidor individual poderá estar em condições de combinar as 3 posturas, inclusive, na medida em que adote distintas estratégias financeiras para diferentes grupos de ativos em seu portfólio (Cardim de Carvalho, 1990: 139).

suporte a setores ou segmentos determinados. A questão do financiamento de projetos de grande porte e em setores que não apresentem grande lucratividade, talvez ainda não prescindam de suporte que envolvem instrumentos de "endividamento definitivo".

Isto posto queremos observar que a questão fundamental que buscamos destacar com a discussão aqui apresentada é a de que o financiamento em economias capitalistas pode envolver distintos arranjos institucionais, que estão atrelados a condições próprias a cada caso histórico/concreto analisado. Estes arranjos estão, por isto, intrinsecamente ligados aos requisitos quanto ao volume mínimo de recursos demandados pelo crescimento a cada momento do desenvolvimento industrial, bem com às condições de estabilidade estrutural existentes. A idéia é enfatizar que a discussão do financiamento de longo prazo não pode se esquivar das qualificações aqui apresentadas e que a estrutura de financiamento analisada, não pode ser vista estaticamente, pois pode mudar ao longo do tempo.

Então, no contexto desta formulação destacamos que o modelo institucional implícito à análise de Keynes referencia-se a uma certa realidade histórico/concreta, sendo-nos permitido considerar a modificação deste modelo, sem que as principais afirmações do autor fiquem invalidadas. Este é o caso da análise do financiamento do investimento que destaca a decisão de gasto como sendo a fundamental e a capacidade endógena do sistema de criação de moeda.

### **Referências Bibliográficas**

- BELLUZZO, L.G. e ALMEIDA, J.S.G. (1989). "Enriquecimento e Produção". Novos Estudos CEBRAP, nº 23, março. pp 120-127.
- BELLUZZO, L. G. M. e COUTINHO, L. (1983). "O desenvolvimento do capitalismo avançado e a organização da economia mundial no pós-guerra". in: L.G.M. Belluzzo e Renata Coutinho (orgs.), Desenvolvimento capitalista no Brasil - Ensaios sobre a Crise. São Paulo: Ed. Brasiliense.
- BRAGA, J. C. S. (1991) "A financeirização de riqueza - a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais". São Paulo, IESP/FUNDAP. Texto para discussão-Economia do Setor Público, ano 6 nº 3.
- CARDIM DE CARVALHO F. (1993). "Sobre a endogenia da oferta da moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa". Revista de Economia Política, vol. 18, nº3.
- \_\_\_\_\_. (1991). Mr. Keynes and the post-keynesians - principles of macroeconomics for a monetary production economy (mimeo).
- CHICK, V. (1986). "The evolution of the banking System and the theory of saving, Investment and interest". Economie et sociétés -Cahiers de L'IMSEA, Série Monnaie et Production, 3.
- CORRÊA, V. P. (1996). A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento. Tese de doutorado apresentada ao IE / UNICAMP.
- DAVIDSON, P. (1986). "Finance, funding, saving and investment". Journal of Post Keynesian Economics, vol. IX, n. 1.
- FERREIRA, C. K.L. e FREITAS, M. C. P. (1990). Mercado internacional de crédito e inovações financeiras. Estudos de Economia do Setor Público, nº 1. São Paulo: IESP/FUNDAP.
- HILFERDING, R. (1985). O capital financeiro. São Paulo: Ed. Nova Cultural.
- MENDONÇA DE BARROS, L. C. (1990a). Funções básicas de um sistema financeiro - estruturas e características. Campinas, (mimeo).
- MINSKY, H. P. (1986). Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press.
- STUDART, R. (1993). "O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional". Revista de Economia Política, vol. 13, nº 1. São Paulo: Ed. Nobel.
- TAVARES, M.C. e BELLUZZO, L.G.M. (1984). "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea". Texto para discussão do IEI, nº 65, dez.