



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE

TEORIA E POLÍTICA DO FINANCIAMENTO NA ORTODOXIA ECONÔMICA

Simone Silva de Deos

Tese de Doutorado apresentada
ao Instituto de Economia da UNICAMP
para obtenção do título de Doutor em
Ciências Econômicas – área de
concentração: Teoria Econômica, sob
a orientação do Prof. Dr. Fernando
Nogueira da Costa.

*Este exemplar corresponde ao original
da tese defendida por Simone Silva de
Deos em 07/12/2001 e orientada pelo
Prof. Dr. Fernando Nogueira da Costa.*

CPG, 07/12/2001

Paulo Eduardo de Andrade Baltar

Prof. Dr. Paulo Eduardo de Andrade Baltar
Matr. 04454-7
Diretor do Instituto de Economia/UNICAMP
Campinas, 2001

200207326

N.º CHAMADA:	T/UNICAMP
	D44t
V.	47798
TORRÃO	837/02
PREC.º	R\$ 11,00
DATA	14-02-02
N.º CPD	

CM00162946-6

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

D44t Deos, Simone Silva de.
Teoria e política do financiamento na ortodoxia econômica /
Simone Silva de Deos. -- Campinas, SP : [s.n.], 2001.

Orientador: Fernando Nogueira da Costa.
Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Macroeconomia. 2. Financiamento. 3. Finanças. I. Costa,
Fernando Nogueira da. II. Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia. III. Título.

*Aos meus pais, Otalino e Eva, e ao Edu,
por todo amor, com muito amor.*

Na conexão entre Porto Alegre e Campinas a menção necessária – e recorrente, pois, se não me engano, já fiz algo parecido em trabalho similar – é a um casal muito especial. Tão especial que já deu a esse mundo outra pessoa especial. Falo do Ronaldo Herrlein Jr., da Vera Carvalho e da pequena Ana. Se não fosse pela “força” do Ronaldo, há alguns anos, talvez eu não estivesse no IE e não estaria hoje, portanto, escrevendo tais agradecimentos. Trata-se de uma pessoa que, não por acaso, está com a gente em momentos importantes da vida. Já a Vera... a Vera é totalmente demais: passional, curiosa, vivaz. E generosa, muito generosa. Tomara que a vida nos permita muitos outros momentos intensos. Mas se outros tantos não forem possíveis, as memórias já são ótimas. E ficarão!

No IE eu conheci muita gente legal. O pessoal com quem eu fiz “carona”, por muito tempo, merece um agradecimento especial. Afinal, não foram poucos os quilômetros que eles agüentaram. Agradeço ao Valney Brito pela eterna gentileza, pelo prazer de compartilhar dos sempre bons momentos e pelo privilégio de aprender ao lado de alguém que tem tanto para ensinar. As caronas e os trabalhos em grupo iniciais deram origem ao que é hoje uma bela amizade e uma constante e estimulante troca de idéias. O Flávio Bolliger foi também uma companhia freqüente na estrada, nos grupos de trabalho e no IE. Batemos muito papo, demos muitas risadas, falamos de muitos assuntos. Foi ótimo! O Prisco esteve também conosco algumas vezes e foi sempre uma agradabilíssima companhia.

Amigos e colegas queridos por lá não faltaram. Infelizmente esquecerei de alguns, mas felizmente lembro de outros: Dilma, Fernando Alberto, Eduardo Marques – com esses dois fiz boas discussões no curso de Economia Brasileira – André Lourenço e Márcia – outro casal muito especial – Lussieu, Marcilene, Davi, Ana Paula, Darlene. Aliás, com a Darlene, tive um agradável reencontro e é ela que me remete a uma pessoa que gosto e admiro, pela seriedade e competência, e que muito contribuiu com essa tese e com outros trabalhos que realizei: Gilberto Lima.

Um muito obrigada quero enviar a uma colega e amiga querida, que faz o meu mundo mais bonito por me conceder o privilégio de compartilhar momentos, idéias e boas gargalhadas: Adriana Nunes Ferreira. Aos meus novos colegas e amigos da Facamp – Ana Rosa, Fernando, Rodrigo, Daniela – agradeço por um convívio que vem se mostrando crescentemente interessante e generoso.

A todos os meus professores do IE-UNICAMP, sempre delicados e atenciosos, um enorme agradecimento, pois vocês me proporcionaram alguns momentos do mais puro prazer intelectual. Mesmo correndo o risco de uma ou mais omissões, gostaria de fazer alguns registros particulares. O primeiro ao professor Otaviano Canuto que foi sempre muito generoso e interessado nos desígnios do meu trabalho, privilegiando-me com seu inesgotável estoque de informações e sua incansável disposição de trocar idéias. O próximo registro que devo fazer é ao professor Mariano Laplane. Em primeiro lugar, por sua atenção e suas ajudas no papel de coordenador da Pós-Graduação. Mas outro crédito deve ser atribuído ao Mariano, pois foi a partir do seu curso de Macroeconomia que algumas dúvidas que deram origem a esse trabalho ficaram em mim, definitivamente, inoculadas. Desdobramentos de tais “dúvidas estimulantes” aconteceram no curso de Tópicos Avançados de Macroeconomia, ministrado pelo professor Luciano Coutinho. Agradeço pela bela oportunidade de ouvi-lo e pelas discussões que foram suscitadas naquele momento. Ao professor Luiz Gonzaga Belluzzo agradeço, para além do privilégio de assistir aos seus cursos, pela possibilidade de conversar sobre esse trabalho e pelas sugestões que a ele foram feitas. Por fim, o meu muito obrigada ao professor João Manuel pela oportunidade de um convívio – para mim muito profícuo e, por que não dizer, também divertidíssimo – que começou no curso de Interpretações do Brasil e se mantém a partir de então. Sou-lhe grata, também, pelo interesse e respeito que tem demonstrado pelo meu trabalho.

Alguns professores do IE, mesmo não tendo sido meus mestres, ajudaram-me nessa trajetória. Por isso, gostaria de fazer-lhes menção. Registro então meu agradecimento ao professor José Ricardo que, na qualidade de Coordenador da Graduação, deu-me a bela oportunidade de ser estagiária-docente. O professor

David Dequech também me concedeu o privilégio da interlocução e esteve sempre pronto a dar-me sugestões importantes com relação aos meus interesses de trabalho. Por fim, o professor Fred Mazzucchelli ajudou-me de forma importante na elaboração do programa de curso de Economia Política I, que ministrei como estagiária-docente no IE-UNICAMP. A partir daí, brindou-me com um convívio muitíssimo agradável.

Um agradecimento especial ao pessoal do “xerox” do IE: Daniel, Conceição, Zé & cia. Além de competentes e pacientes, são sempre muito simpáticos. Vale o mesmo para o pessoal da Secretaria. Aí, também correndo o risco da omissão, queria fazer menção especial a Cida e ao Alberto.

O professor Fernando Nogueira da Costa foi o orientador desse trabalho. E aceitou a empreitada mesmo conhecendo – acho eu – os riscos inerentes a ela. Afinal, já experimentáramos um trabalho conjunto na época da minha dissertação de mestrado quando o Fernando, com muita generosidade, amparou uma “gaúcha recém chegada e um pouco perdida”. Nessa oportunidade, já lhe agradei pelo feito. Agora, mais do que redobrar os agradecimentos, quero dar-lhes outra dimensão, pois o Fernando foi para mim, nesses últimos anos, muito mais do que um excelente orientador, sem nunca deixar de sê-lo. Sua seriedade e dedicação ao trabalho são, para mim, um exemplo a ser seguido. Sua generosidade é também notável, pois o Fernando concedeu-me, nos últimos anos, o privilégio de uma parceria profissional que extrapola os limites dessa tese. Paralelamente a isso, tem sido para mim um amigo presente, incansável e paciente. Acho que é essa amizade, no fundo, o produto mais importante dessa já nossa longa trajetória conjunta.

RESUMO

Nesse trabalho, analisamos a história do pensamento sobre o financiamento após a “era keynesiana”, dentro da corrente principal da teoria econômica – mais especificamente, na macroeconomia de curto prazo. Ao fazê-lo, verificamos que há dois momentos importantes – e virtualmente únicos – nos quais esse tema torna-se, efetivamente, um objeto na análise convencional. O primeiro dá-se no início da década de 1970, quando a teoria da repressão financeira é apresentada e ganha influência. Na década seguinte, ela é substituída pelo modelo do racionamento de crédito, que veio a ser representativo da nova corrente principal, o novokeynesianismo. Analisamos essas duas teorias procurando apreender o debate em torno delas, seus antecedentes, sua seqüência, seus limites. A partir daí, defenderemos a tese de que *a teoria da repressão financeira e a teoria do racionamento de crédito apresentam semelhanças tais que as caracterizam como seqüenciais, dentro de uma mesma agenda de pesquisa*. Em seguida, avaliamos a contrapartida das teorias na dimensão da política econômica, e defenderemos também a tese de que *as políticas deduzidas das teorias da repressão financeira e do racionamento de crédito coabitam porque, sendo extraídas da mesma matriz teórica, há grande similaridade e complementaridade entre elas*.

Estruturamos o trabalho em três capítulos. No primeiro, apresentamos o debate sobre o financiamento na “velha” macroeconomia *mainstream*, no período que vai de meados da década de 30 até a década de 70. No segundo, dando seqüência à investigação, o objetivo é tratar o tema dentro da macroeconomia que se produz desde a década de 70 até agora, basicamente através de uma recuperação da construção do argumento novokeynesiano. No terceiro capítulo, levamos a discussão para o plano aplicado, investigando a “face política” das teorias convencionais. Na conclusão, fazemos uma crítica “construtiva” ao pensamento convencional, apresentando uma visão alternativa sobre o problema do financiamento.

ABSTRACT

In this work we analyze the history of thought about the financing after the “keynesian era” within the mainstream of economics – more specifically, in the macroeconomics of short term. In doing that we verify that there are two important moments – which are virtually unique – in which this subject effectively becomes an object of the conventional analysis. The first takes place in the beginning of the 1970’s, when the theory of financial repression is introduced and gains influence. In the next decade it is replaced by the credit rationing model, which turned out to be representative of the new mainstream, the newkeynesianism. We analyze these two theories seeking to capture the debate around them, their predecessors, their sequence, and their limits. From there we will defend the thesis that *the theory of financial repression and the theory of credit rationing present such similarities that characterize them as sequential, inside the same research agenda*. Next, we evaluate the results of these theories at the economic policy level, and we will also defend the thesis that *the policies generated from the theories of financial repression and of credit rationing cohabit because, being extracted from the same theoretical matrix, there is great similarity between them*.

We have structured the work in three chapters. In the first we present the debate about financing in the “old” mainstream macroeconomics in the period ranging from the mid 30’s through the 70’s. In the second, giving sequence to the investigation, the objective is to treat the subject within the macroeconomics which has been produced from the 70’s to date, basically through the recovery of the newkeynesian argument construction. In the third chapter, we discuss in the applied field, investigating the “political face” of the conventional theories. In the conclusion we make a “constructive” critic to the conventional thought, presenting an alternative view about the financing problem.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	2
1. ABORDAGEM CONVENCIONAL SOBRE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA: O DEBATE NA “VELHA” MACROECONOMIA	
1.1. Introdução.....	8
1.2. Financiamento para “velhos” keynesianos e monetaristas.....	10
1.3. Modigliani-Miller e a dimensão microeconômica do financiamento.....	17
1.4. De Gurley e Shaw a Tobin: novos rumos no debate?.....	22
1.5. Repressão, fragmentação, liberalização: a análise de Shaw e Mckinnon para mercados imperfeitos.....	30
1.6. Conclusão.....	35
2. FINANCIAMENTO NO <i>MAINSTREAM</i> CONTEMPORÂNEO	
2.1. Introdução.....	38
2.2. Acerca da questão monetária em modelos novoclássicos e de ciclos reais: breves considerações.....	43
2.3. Novas reflexões sobre a dimensão financeira: o <i>mainstream</i> revisita a Grande Depressão.....	48
2.4. Fundamentos da teoria novokeynesiana sobre o mercado de crédito: o problema da assimetria de informações.....	57
2.5. Stiglitz e a síntese do pensamento novokeynesiano sobre os mercados de crédito.....	60
2.6. Conclusão: problemas no mercado de crédito nos países menos desenvolvidos.....	72
3. POLÍTICA FINANCEIRA NA ÓTICA <i>MAINSTREAM</i>	
3.1. Introdução.....	77
3.2. Breves considerações sobre o Banco Mundial.....	81
3.3. Dimensão política da teoria da repressão financeira: crítica ao desenvolvimentismo.....	83
3.4. O debate dos anos 80 sobre liberalização financeira.....	86
3.5. Avaliação do debate sobre o subdesenvolvimento financeiro nos anos 90 no âmbito do Banco Mundial.....	93
3.5.1. Trabalhos precursoros: o novokeynesianismo no Banco Mundial no início da década de 80.....	94
3.5.2. O debate contemporâneo sobre liberalização à luz do novokeynesianismo.....	98
3.5.3. Políticas financeiras novokeynesianas.....	105
3.6. Conclusão.....	111
CONCLUSÃO.....	114
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	120

INTRODUÇÃO

Há alguns acadêmicos dizendo que “a cheia do *mainstream*”, a corrente principal do pensamento econômico, abarcou os principais temas da heterodoxia. Outros dizem que o que fez foi incorporar, nesse seu intenso fluxo, alguns heterodoxos... Fiquei, então, com curiosidade de saber como a questão do financiamento é apreendida dentro dessa corrente. Pareceu-me importante investigar se há, de fato, algo de substancialmente novo em relação ao que diziam os “velhos” keynesianismo e monetarismo, e a “velha” teoria dos fundos de empréstimos. Em caso positivo, pensava eu, isso estaria refletido, inclusive, nas proposições de política financeira dos organismos multilaterais internacionais. Poderia ser um alívio para nossa economia, desgastada depois de tantas prescrições de liberalização emitida pelos “*money doctors*”, nos últimos anos... Eu, então, defenderia uma tese a respeito da extrema relevância prática das mudanças conceituais desse novo *mainstream*.

Ao analisar, com o foco ajustado a esses propósitos, a história do pensamento sobre o financiamento após a “era keynesiana”, verifiquei que há dois momentos importantes – e virtualmente únicos – nos quais esse tema torna-se, efetivamente, um objeto na análise convencional. O primeiro dá-se no início dos anos 70, quando a *teoria da repressão financeira* é apresentada e ganha influência. Na década seguinte ela é substituída pelo *modelo do racionamento de crédito*, que veio a ser representativo da nova corrente principal, o novokeynesianismo.

Estudei o aparecimento dessas duas teorias – a da repressão financeira e a do racionamento de crédito – procurando apreender o debate em torno delas, seus antecedentes, sua seqüência, seus limites. Em seguida, avaliei os reflexos desses “momentos teóricos” na dimensão da política econômica, através da análise de trabalhos que expressam a visão do *mainstream* sobre a questão do financiamento, em particular, em economias de desenvolvimento tardio, tal como a nossa.

Qual foi a minha surpresa quando falseei a hipótese inicial! Os resultados da pesquisa mostram, na verdade, uma continuidade entre as citadas teorias, não uma ruptura. Não há uma fratura radical da teoria “moderna” com a do passado. Não se pode falar de uma revolução recente, na teoria financeira *mainstream*. No máximo, constata-se uma evolução, onde as diferenças entre a teoria da repressão financeira e o modelo de racionamento do crédito são pequenas e, basicamente, de caráter formal, enquanto as semelhanças são grandes, e substantivas.

Uma **tese**, portanto, a ser defendida é que *a teoria da repressão financeira e a teoria do racionamento de crédito apresentam semelhanças tais que as caracterizam como seqüenciais, dentro de uma mesma agenda de pesquisa*. Diferentemente do que poderiam sugerir alguns “heterodoxos desgarrados”, trata-se de uma agenda de pesquisa totalmente estabelecida em torno do pensamento econômico convencional, sem nenhuma ruptura e adoção de “tema heterodoxo”. Pretendo defender essa tese apresentando evidências dessa aproximação tanto no campo teórico, quanto no âmbito aplicado. Em outras palavras, há continuidade, tanto na elaboração teórica, quanto na arte da elaboração de política financeira.

Do ponto de vista teórico, discutirei os fundamentos dessas duas formulações, suas respectivas origens, seus pontos de proximidade e divergência, procurando levar em consideração, em tal reflexão, os diferentes momentos em que foram ambas apresentadas. A teoria da repressão financeira, ainda que discutida no contexto da “velha” macroeconomia, é representativa de uma fase de transição. Seu surgimento se dá em um momento no qual o keynesianismo cede espaço, no campo da teoria e da política, ao ressurgimento das idéias clássicas. Ela expressa uma visão próxima à visão (novo)clássica da economia.

É certo que não vem apresentada na linguagem novoclássica, a qual caracteriza-se pela introdução da hipótese das expectativas racionais em seus modelos, mas, muito mais, por um novo estilo, que exige precisão e obediência aos princípios microeconômicos de otimização, aliada à noção de equilíbrio geral.

Entretanto, a teoria da repressão assume explicitamente a idéia clássica de fundos de empréstimos. Preconiza que se a repressão financeira – basicamente a repressão sobre os juros – for removida, a poupança voltará a ser eficientemente canalizada para o financiamento. Se for superada a repressão dos mercados financeiros, desaparecerá o “problema” do financiamento e a “falha” macroeconômica a ele associada.

Os microfundamentos rigorosos para a teoria da repressão financeira – uma exigência do *mainstream*, após a crítica da macroeconomia novoclássica ao velho keynesianismo – são oferecidos pelo novokeynesianismo. De maneira muito semelhante, o pensamento novokeynesiano sobre a questão do crédito assenta-se sobre a constatação de que nesses mercados a informação é imperfeita, o que impede o *market clearing*, isto é, o ajuste do mercado via variação de preços, sem excessos de oferta ou demanda. Já tendo aprendido a lição da macroeconomia novoclássica dos anos 70, incorpora questões que foram lançadas nessa agenda, bem como seu estilo.

Os problemas dos mercados de financiamento – um mercado onde o pagamento pelo serviço não se dá simultaneamente à oferta, havendo um compromisso de pagamento no futuro – são relacionados à questão da informação e de seu processamento. A *assimetria de informação* entre ofertantes e demandantes de crédito impede que o preço desse mercado – a taxa de juros – oscile, de forma a permitir que o mercado funcione sem excessos de demanda. O diferencial aqui, relativamente à teoria da repressão financeira, é que os novokeynesianos entendem que esses problemas são, em princípio, incontornáveis, ainda que possam ser minimizados. Nesse sentido, o “problema” do crédito é generalizado, para todas as economias, levando a “problemas” de *seleção adversa* e *risco moral* que podem ser minimizados apenas em grau: será preciso escolher entre “falha de mercado” ou “falha de governo”.

No campo aplicado, verifiquei que uma teoria tende a substituir a outra ao longo do tempo – em paralelo com o que se observa no debate teórico, talvez apenas com uma pequena defasagem – na fundamentação teórica das propostas

do Banco Mundial aos países subdesenvolvidos. Mas quando se observa as prescrições de política financeira emitidas por essa instituição, não são perceptíveis diferenças significativas de conteúdo. Antes, percebe-se uma grande continuidade nas discussões. Até hoje o Banco Mundial discute política financeira tratando o problema do financiamento nos países subdesenvolvidos como se fosse, essencialmente, derivado da repressão financeira. Seu corolário é a exigência de liberalização dos sistemas financeiros nacionais, significando, por exemplo, tanto a abertura externa desses sistemas, quanto a privatização das instituições financeiras públicas.

Por isso, defenderei também a **tese** de que *as políticas deduzidas das teorias da repressão financeira e do racionamento de crédito coabitam, nas propostas das agências multilaterais, porque, sendo extraídas da mesma matriz teórica, há grande similaridade e complementaridade entre elas. As semelhanças são bem maiores que as diferenças.*

A “escassez de poupança” é, para a teoria da repressão financeira, causada pela intervenção governamental no mercado de crédito. A teoria atacou, diretamente, o desenvolvimentismo, que defendia o protecionismo do mercado interno e a intervenção do Estado, inclusive na questão do financiamento, para o “salto de etapas” na história do desenvolvimento econômico. Acoplada a uma ideologia liberal que extrapolava a questão do financiamento, seu ataque, sabemos, foi bastante bem sucedido. O modelo de racionamento do crédito, que lhe sucede, investe contra o que restou do “entulho” desenvolvimentista, sugerindo a extinção dos bancos públicos, dos juros subsidiados, da legislação “protetora dos inadimplentes” etc. Tal modelo tem se prestado, basicamente, a uma justificativa “científica” *ex post* não só da liberalização, mas também dos seus efeitos colaterais, isto é, das crises que a liberalização provocou. Estas, segundo os novokeynesianos, não foram fruto de equívocos teóricos, mas sim de erros de implantação política. O “excessivo racionamento do crédito”, remanescente nessas economias, é sempre causado pelas falhas de governo: sua excessiva intervenção direta associada à insuficiente ação normativa.

A construção dos argumentos usados para defender essas teses é um processo que desenvolvo em três capítulos. No primeiro, apresento o debate sobre o financiamento na macroeconomia *mainstream* de curto prazo no período que vai de meados da década de 1930 até a década de 1970. O objetivo é mostrar, através da seleção e análise de trabalhos seminais, como essa questão é tratada após a “revolução keynesiana”, e o debate em torno desta. Chama atenção quão pequena é a contribuição sobre o tema do financiamento no âmbito desse debate, de forma que o que se extrai são, basicamente, as idéias que deram origem à teoria da repressão financeira. Tão velhas, substantivamente, como a teoria dos fundos de empréstimo.

No segundo capítulo, dando seqüência à investigação, o objetivo é tratar o tema dentro da macroeconomia, também de curto prazo, que se produz desde a década de 1970 até agora. Como o pensamento novoclássico tem, não surpreendentemente, pouco ou nada a dizer sobre o tema, o que faço é, basicamente, uma recuperação da construção do argumento novokeynesiano. Mostro, através da seleção e discussão de trabalhos representativos centrados no problema da assimetria de informações, como é construído o modelo de racionamento de crédito.

Do ponto de vista da forma como as idéias são apresentadas e a argumentação é construída, é perceptível uma diferença do segundo capítulo, relativamente ao anterior. Tal diferença justifica-se pelo fato de que, no primeiro capítulo, dou conta da apresentação de idéias que fazem parte de um debate já encerrado, o que permite sua apresentação com maior “distanciamento” e precisão. Já no segundo capítulo trato de apresentar um debate aberto, contemporâneo, o que dificulta um tratamento mais “distante” do objeto, ainda não perfeitamente delineado.

No terceiro capítulo, levo essa discussão do plano teórico para o plano aplicado. Faço isso investigando a “face política” das teorias convencionais. Demonstro como mesmo a “evolução”, já sutil, que ocorre no âmbito da teoria pura, fica bastante “atenuada” quando passamos para o plano da política

mainstream. É bom ressaltar, contudo, que tomo a liberdade de chamar essa análise de “política” quando o que faço é, de fato, uma análise do “discurso”, isto é, dos documentos que fundamentam as prescrições de política. E não uma análise da implementação e execução das políticas, propriamente ditas.

A discussão que empreendo é feita através da avaliação de trabalhos de autores vinculados ao Banco Mundial. Como já salientaram Lichtensztein e Baer (1987), não existe uma versão que se possa aceitar como a expressão fiel das bases teóricas sobre as quais se assenta a política oficial do Banco Mundial. Os documentos ditos oficiais apenas fazem referência genérica aos supostos objetivos finais da instituição. Dessa forma, para apreender o marco teórico que sustenta suas ações, é preciso investigar os trabalhos dos economistas vinculados a essa instituição. Ainda que esses trabalhos, em suas páginas de abertura, apresentem textualmente a informação de que não correspondem à visão oficial do Banco... Não quero afirmar que, a partir da leitura de alguns desses trabalhos, seja possível extrair uma visão que corresponda ao modelo teórico definido e adotado pelo Banco. Mas senti-me autorizada a inferir daí o que seria uma visão representativa, ou o mesmo um debate representativo das idéias econômicas com as quais trabalham os profissionais associados a essa instituição.

Já tendo concluído que o *mainstream* contemporâneo continua dizendo pouco de relevante sobre o financiamento, e que é ainda menos relevante o que diz – não obstante diga muito! – sobre o problema do financiamento em economias em desenvolvimento e em modelos distintos do norte-americano, farei, na conclusão desse trabalho, uma breve “crítica construtiva”. Apresento, primeiramente, uma visão alternativa do problema, do ponto de vista teórico. A seguir, avalio especificamente o problema para a economia brasileira, levando em consideração suas especificidades histórico-institucionais.

1. ABORDAGEM CONVENCIONAL SOBRE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA: O DEBATE NA “VELHA” MACROECONOMIA

1.1. Introdução

Em artigo de 1988, Mark Gertler faz uma interessante retrospectiva da literatura *mainstream* que trata da interação entre os aspectos reais e financeiros da economia.¹ Adverte que boa parte da teoria macroeconômica, inclusive moderna, supõe que o setor financeiro funciona harmoniosamente com o setor real, a ponto de poder abstrair considerações sobre finanças. Inspirados no citado artigo, faremos, nesse capítulo, a apresentação e a discussão de um conjunto de trabalhos que deram a base para o “ideário” convencional sobre a relação real-monetário. Faremos, também, a discussão da dimensão microeconômica – a questão do financiamento do ponto de vista das empresas – associada a essa visão.

Nosso painel principia com o início da chamada “revolução keynesiana” e termina com o ocaso da mesma, quando a macroeconomia toma novos rumos. Veremos, portanto, como esse ramo do pensamento econômico convencional tratou das influências entre o lado real e o lado monetário da economia por cerca de 40 anos. Alertamos, contudo, que a “visão de mundo” com a qual trabalhamos é oposta a essa, pois entendemos não haver cisão possível entre o monetário e o real. Em nossa visão, para sermos bem claros, a interação entre essas duas dimensões vai além do cotejo entre a taxa de juros e o retorno do investimento. Para usar uma expressão já desgastada mas que, parece-nos, expressa bem o que queremos dizer aqui, a economia com a qual trabalhamos é uma economia

¹ O trabalho chama-se *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: an Overview* e integra uma série de artigos que foram apresentados em uma conferência sobre *Recent Developments in Macroeconomics*.

inexoravelmente monetária. As cisões entre o monetário e o real são falaciosas e tendem a conduzir a equívocos analíticos.

Para relembrar a origem da visão *mainstream* sobre a interação real-monetário, devemos retornar à chamada abordagem clássica – no sentido de pré-keynesiana – da teoria sobre intermediação financeira. Esta é fundada na concepção do mercado financeiro como *locus* da intermediação de capital entre poupadores e investidores. Tal visão associa o investimento à necessidade de poupança prévia, ou ao “mercado de capitais”. Este teria a tarefa de equilibrar os desejos de poupadores e investidores, respectivamente ofertantes e demandantes de capital.

A lógica do modelo econômico clássico, como se sabe, é de que o nível de emprego, bem como o salário real, é determinado no mercado de trabalho. A flexibilidade do trabalhador sempre o permitirá encontrar emprego. Estabelecido o nível do emprego, o do produto dependerá da tecnologia empregada. O papel da moeda nessa economia é neutro: única e exclusivamente a de numerário e, se excessiva for a sua oferta, de explicar a variação do nível geral de preços. A dicotomia real-monetário é cristalina.

Mas, e quanto à determinação da taxa de juros? Cabe a ela o ajuste do mercado de bens, sem excessos de demanda ou oferta. Por isso a taxa de juros aqui é real, e não monetária. É essa a taxa que equilibra a demanda por empréstimo em termos reais – ou seja, de bens – com a poupança nesses mesmos termos. A demanda por empréstimos é motivada pelo investimento, ou pela ganância. Já a poupança é motivada pela parcimônia. Ambas motivações são “reais”. Simultaneamente, valida-se a Lei de Say. Dada a taxa de juros, determinada no mercado real, o equilíbrio monetário determina o nível geral de preços. O nível desse equilíbrio, coerentemente, é atingido pelo ajuste entre a demanda agregada sob forma monetária e a oferta total de bens e serviços.

Com o desenvolvimento do sistema financeiro, bem como da própria teoria econômica, o pensamento convencional tratou de fazer adaptações a essas idéias fundadoras. Mas ainda hoje podemos percebê-las – às vezes com mais, outras com menos nitidez – no pensamento ortodoxo e nas prescrições de política econômica daí derivadas.² Isso nos ajuda a compreender, em parte, a dificuldade do pensamento *mainstream* em efetivamente incorporar as instituições financeiras na sua modelagem. Se o mercado de fundos de empréstimo funciona com eficiência, tais instituições teriam um papel passivo no que diz respeito ao volume de fundos emprestáveis e à viabilidade das decisões de gasto. Por outro lado, uma ineficiência do mercado de fundos de empréstimo consegue dar saliência ao papel – que no caso deixam de cumprir – das instituições de financiamento.

1.2. Financiamento para “velhos” keynesianos e monetaristas

Se a idéia da dicotomia entre o real e o monetário está há muito na literatura, também não é nova a percepção – ainda que, infelizmente, bem menos influente – de que a ação do sistema financeiro pode interferir na determinação do nível de produto. Um marco nessa linha de reflexão é o trabalho de Fisher (1933), motivado pela Grande Depressão.³ Lançando uma idéia que viria a ser retomada muitos anos depois – o foco sobre os balanços do setor não financeiro – o argumento de Fisher era de que fases de crescimento muito acentuadas são conseqüência do alto nível de endividamento dos agentes não financeiros. O declínio cíclico posterior leva a uma onda de falências que, por sua vez, contribui para uma queda ainda mais acentuada no nível de atividade econômica. Paralelamente a isso, a deflação de preços, que acompanha a crise, redistribui riqueza entre credores e devedores, piorando, em muito, a situação dos últimos. Isso os induz a cortar despesas correntes e de investimento, retroalimentando a espiral recessão-deflação.

² Essa idéia é também tão forte e recorrente por resultar de um raciocínio aparentemente amparado no senso comum, resultante da extrapolação da lógica microeconômica para a macroeconomia.

O autor descreve, detalhadamente, a seqüência desse processo, tomando como ponto de partida para o *boom* a constituição de um estado de sobreendividamento. Este ocorre quando há novas oportunidades de investimento com altas taxas de lucro previstas, relativamente às taxas de juros vigentes. Pode ser, por exemplo, em função de novas invenções, desenvolvimentos de novas indústrias, abertura de novos mercados. Mas todas essas “novidades” precisam estar associadas ao que chama de “dinheiro fácil”:

“Dinheiro fácil é a grande causa do endividamento excessivo. Quando um investidor acha que pode obter um retorno superior a 100% ao ano com captações a 6% ao ano, ele vai ser tentado a tomar emprestado e investir ou especular com este dinheiro emprestado. Esta foi uma causa primária do endividamento excessivo de 1929. Invenções e melhoramentos tecnológicos criaram maravilhosas oportunidades de investimento, e assim causaram grandes dívidas.” (Fisher, 1933, p.348)

Segundo Fisher, a psicologia do público, de endividar-se para auferir ganhos maiores no futuro, passa por fases distintas. A primeira é a da atração por dividendos ou lucros expressivos num futuro remoto. A segunda, a da esperança de vender o ativo com lucro, realizando um ganho de capital num futuro imediato. No limite, com uma psicologia cada vez mais “especulativa” e ansiando por ganhos fáceis, o público passa a ser objeto da astúcia de fraudadores, que prometem ganhos fabulosos de imediato.

Para o autor haverá, em determinado momento, uma tendência à liquidação dessas dívidas, a partir de uma reação de “alarme”, quer de parte dos credores, dos devedores ou de ambos. A essa segue a contração dos depósitos e uma redução na velocidade de circulação da moeda, o que, por sua vez, acarreta queda no nível de preços. A deflação que se segue aumenta, em termos reais, o

³ É óbvio que muitos, antes de Fisher, haviam apontado a relação entre sistema financeiro e nível de produto. O próprio Fisher menciona em seu artigo trabalhos pioneiros como os de Veblen

volume das dívidas, precipitando falências, queda nos lucros, redução no nível de produto e de emprego. O pessimismo e a falta de confiança que se instalam levam ao entesouramento e a uma redução ainda maior na velocidade de circulação da moeda. Seus reflexos sobre os juros são uma queda nas taxas nominais e uma elevação nas taxas reais.

Contudo, apesar da oportuna e interessante formulação de Fisher, a emergência, logo a seguir, das idéias keynesianas, na forma particular com que foram apropriadas, inibiu desenvolvimentos posteriores a partir daquela linha de reflexão. Os descaminhos da “revolução keynesiana” acabaram levando a teoria econômica a subestimar a questão financeira, em sentido mais amplo. Por um lado, os primeiros keynesianos estavam muito mais interessados em enfatizar a importância dos fatores reais, como o mecanismo do multiplicador/acelerador e a importância da política fiscal. Por outro, o nível de abstração com o qual trabalhavam contribuiu para um “desmerecimento” da dimensão institucional, financeira inclusive. Restou uma preocupação com a teoria da preferência pela liquidez, reservando à moeda papel central na definição da taxa de juros, mas negligenciando o papel do crédito. A macroeconomia convencional, derivada da síntese neoclássica-keynesiana – aquela estruturada a partir do modelo IS-LM – virtualmente ignorou as relações entre o nível de produto e o desempenho do mercado de crédito.⁴ Vejamos isso com mais detalhe.

Diferentemente do que acontece no modelo clássico, no modelo IS-LM há interdependência entre o mercado de bens e o financeiro. Esses determinam, conjuntamente, os níveis de produto e de taxa de juros. Essa interdependência constitui um de seus pontos de maior interesse, sendo um avanço em relação à ortodoxia até então vigente. No referido modelo, o nível de demanda agregada determina o nível de renda. Esse, por sua vez, influencia a demanda por moeda e,

(1904) e Hawtrey (1926), entre outros.

⁴ Esse entendimento é predominante, mas não é unânime na literatura. Goodfriend e King (1997) assumem posição contrária a essa ao dizerem que “os economistas entendiam que os efeitos das taxas de mercado sobre os componentes da demanda agregada sensíveis aos juros eram menos importantes que os efeitos diretos do crédito.” (p.237)

por conseguinte, a taxa de juros, que torna a influenciar o nível de demanda agregada. Mas o modelo não contempla uma eventual interação entre o mercado de crédito, ou de capitais, e a demanda agregada – no sentido de viabilizar, potencializar ou obstruir decisões de gasto. É como se o gasto, inclusive o de investimento, não precisasse ser financiado, ou como se o financiamento fosse tão “garantido” que não necessitasse ser explicitado. A interação entre o real e o monetário faz-se via influência da taxa de juros sobre as decisões de gasto e vice-versa.

O chamado pensamento keynesiano, estruturado em torno e a partir do modelo IS-LM, foi expandindo-se com novas contribuições. Essas definiam e, ao mesmo tempo, ampliavam seu núcleo. A contribuição de Modigliani (1944) é parte dessa trajetória. O referido trabalho diz que “a” novidade, em Keynes, é a demanda especulativa por moeda, que introduziria uma mudança na análise das condições da demanda agregada. Mas a grande “novidade” do trabalho de Modigliani é interpretar o modelo de Keynes e seu resultado – a existência de desemprego involuntário – como dependentes da hipótese de salários rígidos, condição que só se modificaria a partir do nível de pleno emprego.⁵ Foi Modigliani o primeiro a recuperar a idéia pré-keynesiana de que o desemprego só existiria em função de uma resistência à queda dos salários nominais. A exceção estaria no caso extremo de insensibilidade do investimento à taxa de juros, chamada de “armadilha de liquidez”.

Mas, de que forma a queda dos salários recomporia o nível de emprego? A solução de Modigliani fica por conta da introdução do chamado “efeito Keynes”, que diz que a uma queda de salários seguiria uma queda na demanda de moeda. Sendo dada sua oferta nominal, ter-se-ia uma queda nas taxas de juros, com o conseqüente aumento nos investimentos.

⁵ Analisando rigorosamente o trabalho de Modigliani vemos que o resultado keynesiano, de equilíbrio com desemprego involuntário, deve-se inteiramente à rigidez salarial, independentemente da demanda por moeda ter, ou não, componente especulativo.

O argumento de Modigliani foi complementado e refinado por Patinkin, em 1956, – "*Money, Interest and Prices*" – que explora o chamado "efeito Pigou". Esse diz, em essência, que as pessoas gastam em função de sua riqueza real. A consequência é que uma queda nos salários nominais, com a subsequente queda de preços, tem efeito positivo sobre a riqueza financeira das pessoas e, conseqüentemente, sobre o consumo e o emprego.

Perguntamo-nos, então, se e no que contribuem os referidos trabalhos para a questão da interação real-monetário no âmbito do modelo keynesiano. O que vimos, via os efeitos Keynes e Pigou, são canais muito particulares através dos quais, no âmbito do *mainstream*, o monetário afeta o real. No primeiro caso, o mecanismo de transmissão é via queda na taxa de juros, com os efeitos conseqüentes dessa sobre a demanda agregada – a tradicional via de interação do modelo IS-LM. No segundo caso, o do efeito Pigou, introduziu-se uma "novidade" nos marcos do modelo keynesiano, através da introdução do efeito riqueza e da idéia de que as pessoas gastam não apenas em função do seu nível de renda real corrente, mas também em função de seu estoque de riqueza real. Não há, em nenhum dos casos, menção aos possíveis efeitos de uma queda dos preços sobre o funcionamento do mercado de crédito – em função, por exemplo, da inflação das dívidas reais – e, daí, sobre a demanda agregada e o nível de atividade.

A história da macroeconomia relata que, no auge do pensamento (velho) keynesiano, coube curiosamente aos monetaristas – que têm sua filiação intelectual na teoria clássica, na qual a dicotomia real-monetário é cristalina – a tarefa de enfatizar a importância da moeda, relativamente aos keynesianos. Estes estavam, por um lado, mais interessados na dita dimensão real da economia e, por outro, quando atentos para a moeda, salientavam apenas a conexão real-monetário via os efeitos da taxa de juros na demanda agregada. Contudo, a ênfase monetarista sobre a importância da moeda tem sentido muito específico e em nada se relaciona com crédito ou financiamento.

Na seqüência dos acontecimentos teóricos, no âmbito do *mainstream*, que ajudam a entender porque a questão do financiamento foi sendo abandonada – se é que fora contemplada algum dia –, e em que sentido houve uma recuperação da importância da moeda, deve-se recordar a influência da pesquisa de Friedman e Schwartz (1963). Em *A Monetary History of the United States*, trabalho central na definição do *case* monetarista, esses autores examinam os fatores responsáveis pelas modificações na quantidade de moeda na economia americana, bem como as conseqüências de tais modificações. Concluem que variações na quantidade de moeda estão intimamente correlacionadas com variações no nível de atividade econômica, da renda monetária e dos preços. Interessante observar que alterações no que chamam de “arranjos monetários” são importantes apenas na medida em que alteram as forças que determinam a quantidade de moeda. Entre essas modificações estão, por exemplo, as mudanças nas regras impostas sobre o sistema bancário, as quais, efetivamente, influenciam a oferta monetária. É por essa via, no entender dos monetaristas, que afetam as variáveis econômicas.

Friedman e Schwartz encontraram uma relação muito próxima entre os movimentos cíclico e secular – ou seja, de curto e longo prazo – do estoque de moeda, e os mesmos movimentos na renda nominal e nos preços. Também detectaram correlação entre o movimento cíclico do estoque de moeda e da renda real. Contudo, a relação de longo prazo entre o estoque monetário e a renda real seria muito mais tênue. A explicação que provém é “clássica”: as forças que determinam a taxa de crescimento real de longo prazo são, em grande parte, aparentemente independentes da taxa de crescimento da moeda no longo prazo. Transformaram, então, a correlação em relação causal: é a quantidade de moeda que se mostra, no mais das vezes, como variável independente, não sendo, como poderiam pensar alguns, conseqüência imediata ou necessária de variações contemporâneas no nível de atividade. A direção de influência vai da moeda para a renda.⁶

⁶ Para os autores, a introdução do *Federal Reserve* no “modelo” não muda a lógica dessa determinação. Ademais, vêem o *Fed* como uma entidade que pode realizar “experimentos

Ainda que, segundo os monetaristas, a influência que vai da moeda para o nível de atividade seja a predominante, também se pode perceber influências no sentido contrário, particularmente nos movimentos de curto prazo associados com o ciclo econômico. Mudanças no estoque de moeda seriam, portanto, uma conseqüência, bem como uma fonte independente de mudanças na renda nominal e nos preços. Mas uma vez que sejam não a causa, e sim a conseqüência, acabam produzindo efeitos subseqüentes na renda e nos preços. Contudo, e para o longo prazo, concluem os autores que... a moeda é um véu. As forças “reais” são a capacidade das pessoas, os recursos de que dispõem, sua organização política e social, seus gostos e preferências.

Decorrência importante dessa linha de raciocínio é a explicação para os acontecimentos relacionados à crise de 29. Os autores, basicamente, enfatizaram a importância central da moeda e minimizaram a importância de outros aspectos financeiros – em oposição, por exemplo, ao já comentado trabalho de Fisher. Vejamos com mais detalhes.

Para Friedman e Schwartz, a contração aguda no nível de atividade, que ocorreu de 1929 a 1933, corrobora para o argumento que sustentam, qual seja, que a influência vai do monetário para o real. Relembrando os acontecimentos, observam que, na primeira fase da crise, que vai de 1929 a 1931, houve um declínio “espontâneo” de quase 1/3 no estoque de moeda, que não foi impedido pela ação do *Federal Reserve*. Tal fato, para os autores, tem servido de apoio para os que advogam que a moeda modifica-se de acordo com o ritmo dos negócios. Contudo, para Friedman e Schwartz a contração monetária de 1929-33 seria uma evidência adicional e muito forte da independência das variações, relativamente ao curso dos acontecimentos na economia. Isso porque existiam alternativas de política disponíveis, “independentes”, para o *Fed*, que poderiam ter evitado o declínio da quantidade de moeda, causado basicamente pela onda de

controlados”, o que contribui para apurar com mais clareza qual o sentido da correlação entre variação na quantidade de moeda e variação na renda nominal.

falências bancárias. Nesse sentido, muito peculiar, a variação na quantidade de moeda foi entendida, pelos autores, como sendo independente!

Recapitulando, podemos dizer que o entendimento dos monetaristas sobre a importância da moeda está centrado na idéia de que ela importa, sim, para a determinação do nível de renda nominal no curto prazo. Influi não só sobre o nível de preços, mas também sobre o nível de atividade – nesse último aspecto, apenas no curto prazo. Tal influência tem sentido preciso e vai da moeda para o real, mas sem passar pelo funcionamento – mais ou menos eficiente – do sistema financeiro. É certo que o passivo do sistema financeiro compõe o agregado monetário em questão. Mas o sistema financeiro tem um papel que poderíamos chamar de neutro, sendo mero intermediário entre as decisões, de um lado, da autoridade monetária – que determina a oferta de moeda – e, de outro, dos agentes econômicos – que demandam a moeda. Sendo a demanda por moeda estável, o excesso de oferta “transborda” para a economia real, via transações comerciais.

Ao fim e ao cabo, a leitura de Keynes feita pela síntese neoclássica e o trabalho dos monetaristas sustentaram por longo tempo um debate que, em alguma medida, preocupava-se com moeda *strictu sensu* – com a moeda como meio de troca e/ou com a importância do mercado monetário para a definição da taxa de juros, com efeitos sobre a demanda agregada –, mas não com crédito e/ou condições de financiamento. Os bancos comerciais só mereciam alguma atenção dos macroeconomistas porque parte dos seus passivos – os depósitos à vista – compunha a oferta monetária.

1.3. Modigliani-Miller e a dimensão microeconômica do financiamento

O artigo de Modigliani Miller, de 1958, tem como foco a questão do custo do capital. Conclui, ao comparar as várias formas de financiamento do investimento,

pela independência das decisões econômicas reais, relativamente aos mercados financeiros.⁷ Importante ressaltar que a questão do financiamento do investimento era o tema explicitamente central do trabalho, mas as conclusões foram de tal ordem que contribuíram para retirar a necessidade de posteriores avaliações sobre ele. A questão foi abordada nos marcos da concorrência perfeita e a dicotomia real-monetário totalmente (re)afirmada. Vejamos o *core* dessa argumentação tão influente.

Para Modigliani e Miller, a análise econômica vinha, até então, tentando contornar a essência do problema do custo do capital através de um procedimento que consistia, basicamente, em conceber os ativos físicos como sendo ativos com retornos futuros certos e conhecidos antecipadamente. Daí derivava a proposição de que o investimento seria realizado até o ponto no qual o rendimento esperado do capital físico iguala a taxa de juros do mercado.

Os autores também lembram que alguns esforços foram feitos no sentido de dar conta de uma incerteza quanto aos retornos futuros dos ativos de capital. O resultado de tais esforços redundou numa solução que consistia em aplicar, em função do risco, uma taxa de desconto (*risk discount* ou *risk premium*) sobre os resultados obtidos em condições de certeza. Assim, as decisões de investimento passaram a ser supostas como baseadas numa comparação entre o retorno ajustado ao risco (*risk adjusted* ou *certainty equivalent yield*) e a taxa de juros do mercado. Contudo, não era dada explicação satisfatória para a magnitude do desconto a ser aplicado.

Para Modigliani e Miller, esforços mais sérios de tratar o custo de capital em condições de incerteza recém começavam a ser feitos. Nesse campo de análise, que procura estabelecer os princípios que governam a decisão de investimento e sua política de financiamento em condições de incerteza, duas linhas principais podiam ser percebidas. Representavam tentativas de extrapolar, para o mundo da

⁷ *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.*

incerteza, cada um dos dois critérios para a decisão de investimento – maximização de lucro e maximização do valor de mercado da firma – que eram vistos como tendo implicações equivalentes no caso especial da certeza. Contudo, sob condições de incerteza, maximização de lucro deixa de ser um critério porque é algo que não consegue ser definido. O lucro esperado torna-se, nessa circunstância, uma variável aleatória, perdendo sentido operacional.

A abordagem alternativa que propõem, fundada no critério de maximização de valor de mercado da firma, pode prover a base para uma definição operacional do custo do capital e, por conseguinte, para uma teoria do investimento. Sob essa abordagem, objetiva, o projeto de investimento e seu respectivo plano de financiamento têm apenas que passar pelo teste do valor de mercado. Se elevarem o valor de mercado das ações da firma, então devem ser executados. Se não, é porque seu retorno é menor o que o custo marginal do capital para a firma. Isto é, o capital (a firma) está objetivamente avaliado no mercado, via avaliação do preço das ações.

Em seu modelo, os autores supõem que as firmas financiam seu capital com emissão de ações e de dívidas, e que ambos os mercados, de ações e de dívidas, são de concorrência perfeita. No que diz respeito às ações, pode-se classificar as firmas em classes, dentro das quais as ações de firmas diferentes são homogêneas, isto é, substitutas perfeitas umas das outras. Aqui temos um conceito – o de classes de firmas – análogo ao familiar conceito da indústria que produz uma *commodity* – nesse caso é a ação –, a qual deve ser, necessariamente, vendida em todo o mercado pelo mesmo preço. Daí que, em qualquer classe, o preço de toda e qualquer ação deve ser proporcional ao retorno.

Acerca da natureza dos títulos de dívida e seus mercados, Modigliani e Miller assumem que todos os títulos rendem um fluxo de retorno constante por unidade de tempo, o qual é tido como certo pelo mercado, independentemente de qual seja o emissor. Além disso, e em analogia com o mercado de ações, esses

títulos são vendidos em mercados concorrenciais de modo que, em equilíbrio, devem ter o mesmo preço.

A partir daí, os autores derivam duas fortes conclusões com respeito à avaliação do valor de empresas com diferentes estruturas de capital. A primeira diz que o valor de mercado da firma é independente da sua estrutura de capital – isto é, da forma pela qual financia seu ativo – sendo dado pela capitalização de sua taxa de retorno. Em outros termos, o custo de capital da firma – dado pela taxa de desconto de seus retornos estimados – é completamente independente da sua estrutura de capital, isto é, da proporção em que este é financiado via ações e dívidas.

Segundo os autores, se essa igualdade de valor entre firmas com diferentes estruturas de capital não prevalecer no mercado, a ação de “arbitragem” a restabelecerá. Isso porque um investidor pode comprar e vender ações e títulos de dívida de forma a trocar um fluxo de renda por outro, fluxos que deveriam ser idênticos para firmas da mesma classe, mas estão sendo vendidos por preços diferentes. Com isto, a movimentação nos preços dos títulos, transacionados em mercados de concorrência perfeita, eliminará a diferença na avaliação feita pelo mercado. É como se o maior ou menor grau de alavancagem de uma empresa pudesse ser perfeitamente “rearranjado” no *portfolio* de cada um dos investidores:

“A compra de um *portfolio* que inclua ações... e títulos de dívida... pode ser considerado como uma operação que ‘desfaz’ a alavancagem, dando acesso a uma fração apropriada do retorno [de um título de uma empresa] não alavancada... é esta possibilidade de desfazer a alavancagem que impede que o valor de empresas alavancadas seja consistentemente menor que o de empresas não alavancadas, ou, mais amplamente, impede que o custo médio de capital... seja sistematicamente mais alto para empresas alavancadas do que para empresas não alavancadas da mesma classe.”(Modigliani e Miller, 1958, p.271)

A conclusão, então, é de que a firma não pode alterar seu custo de capital – dado pela avaliação objetiva que faz o mercado dos retornos que essa firma irá gerar – alterando a proporção em que se financia via dívida ou ações. Nas palavras dos autores, tal proposição deve ser vista como uma extensão do modelo de concorrência perfeita aos mercados de capitais. Se os mercados de títulos são perfeitos e não há custos de transação, então é indiferente a forma pela qual a firma se financia.

No que diz respeito às implicações para a teoria do investimento, podemos dizer que a firma está agindo no melhor interesse do acionista se a taxa de retorno do seu investimento é maior, ou equivalente, à taxa de capitalização dos seus retornos esperados, dada pela avaliação objetiva do mercado. Essa é completamente independente da forma pela qual a empresa financia seu investimento:

”a estrutura de capital de uma empresa é indiferente... conseqüentemente, um dos problemas centrais de finanças corporativas – o problema da estrutura ótima de capital para uma empresa – não verdade não é problema nenhum. (Modigliani e Miller, p.291))

Os autores, contudo, procuram circunscrever suas conclusões à teoria do investimento. O que afirmam é que o tipo de instrumento usado para financiar um investimento é irrelevante para a decisão do investimento. O que não significa que os administradores da empresa não existam outras questões relacionadas a isso no nível da firma.

1.4. De Gurley e Shaw a Tobin: novos rumos no debate?

O artigo de 1955 de Gurley e Shaw – *Financial Aspects of Economic Development* – abriu uma nova e importante vertente na literatura *mainstream*. O trabalho tratou da importância do monetário sobre o real por outra via, salientando o papel fundamental da dimensão financeira – e não da moeda em sentido estrito – sobre o desenvolvimento econômico. Chamou atenção para a intermediação financeira, particularmente no que diz respeito ao papel dos intermediários na oferta de crédito. Segundo Gurley e Shaw, restringir a atenção para a oferta monetária impossibilitou uma caracterização apropriada das relações entre atividades reais e financeiras.

Reforçam a mesma crítica no livro de 1960, *Money in a Theory of Finance*, quando dizem que os trabalhos de “Moedas e Bancos” – e, poderíamos dizer, toda a teoria econômica convencional – pouco atentam para o financiamento em sentido amplo.⁸ Não tratam, efetivamente, com ativos financeiros, instituições financeiras e política financeira. Afirmam os autores que, mesmo adotando os pressupostos neoclássicos de maximização, flexibilidade de preços e ausência de ilusão monetária – isto é, mesmo “jogando o jogo” com as regras estabelecidas – *a moeda não é um véu*. Ela efetivamente importa para a determinação e a composição do nível de atividade. Admitem, contudo, que o papel da moeda torna-se crescentemente importante à medida que se toma distância do mundo neoclássico. Mais especificamente, quando se afasta do mundo da concorrência perfeita. Vejamos suas idéias com mais detalhe. Vejamos, inclusive, como procuram – não sem dificuldades – compatibilizar suas interessantes reflexões sobre a importância do sistema financeiro, com uma tentativa de preservar a velha idéia clássica da igualdade *ex-ante* entre poupança e investimento, que só cabe numa economia sem crédito.

⁸ Em linha correlata podemos citar o trabalho de Goldsmith, de 1963: *Financial structure and development*.

Gurley e Shaw preservam a essência da teoria dos fundos de empréstimo. Para eles, o desenvolvimento da intermediação financeira não viola a igualdade entre o volume de ativos acumulados por unidades superavitárias e as dívidas emitidas por unidades deficitárias. Contudo – e aqui o ponto para o qual chamam atenção – esse volume de ativos cresce a uma velocidade maior quando há financiamento indireto. Ou, como dizem os autores, quando há institucionalização da poupança e do investimento. Tal institucionalização amplia a capacidade financeira dos que precisam emitir dívidas porque, ao proporcionar diversas opções de títulos, possibilita uma ampliação do volume e uma melhora dos termos do endividamento, relativamente a uma situação na qual só há a possibilidade de endividamento direto. Daí a sua importância.

No entanto, os bancos comerciais, em sua opinião, não criam fundos emprestáveis – idéia que seria incompatível com a da igualdade “clássica” entre poupança e investimento. Os autores, assim, não percebem uma diferença substantiva no papel dos bancos comerciais, relativamente ao de outros intermediários. A diferença entre os intermediários, para Gurley e Shaw, residiria apenas nos tipos distintos de ativos financeiros que oferecem às unidades superavitárias. É fato, assim, que não avançam na percepção a respeito do papel especial dos bancos comerciais na dinâmica do sistema de financiamento, em função da sua capacidade exclusiva de criar moeda. Contudo, fizeram uma reflexão importante no que diz respeito à crescente inadequação dos modelos macroeconômicos vigentes, advinda da maior complexidade da intermediação financeira resultante do aparecimento de outros intermediários, além dos bancos comerciais. Nessas circunstâncias, o estoque de moeda vai deixando de ser, progressivamente, uma *proxy* confiável para o volume da atividade financeira.

Dentro desse contexto (relativamente) crítico, Gurley e Shaw afirmam a insuficiência do modelo keynesiano convencional no que diz respeito à questão financeira, por não considerar os efeitos do novo endividamento dos agentes no estoque total de dívida e, mais ainda, na sua futura capacidade de dispêndio. Os déficits, dizem eles, deixam um rastro na economia: um estoque de dívida e a

conseqüente modificação na capacidade financeira dos agentes. É com isso que a macroeconomia deveria preocupar-se: com a capacidade financeira da economia, com a possibilidade dos agentes emitirem dívida nova, para não se obrigarem a reduzir suas despesas correntes ou futuras. Impossível deixar de reconhecer o avanço e a importância de tal afirmação, vinda do seio do pensamento convencional.

Para Gurley e Shaw, portanto, a capacidade financeira é vista como um dos determinantes da demanda agregada. Mas como essa é constituída? Para os autores, o desenvolvimento dos intermediários financeiros, bancários e não bancários, é determinante do crescimento econômico, mas também determinado por este. Tal processo de crescimento, que pode ser visto com um processo de acumulação de ativos ao longo do tempo, estimula a demanda por ativos financeiros diversificados

Segundo Gertler (1988), a partir dos trabalhos de Gurley e Shaw, ganhou importância a idéia de que a dimensão financeira da economia deveria ser incorporada na análise macro. Exemplo dessa evolução seria, entre outros, o trabalho de Tobin e Brainard (1963).⁹ Contudo, as questões que esses autores propõem-se a resolver estão relacionadas aos efeitos da intermediação financeira, bancária e não bancária, sobre a política monetária. É esse, como veremos logo a seguir, o foco da discussão – bem diferente, cabe apontar, das questões levantadas, por exemplo, por Gurley e Shaw.

Mas, se é assim, qual a justificativa para analisarmos aqui o artigo de Tobin e Brainard? Em primeiro lugar, porque a literatura aponta-o como um marco nessa trajetória da discussão sobre finanças, no âmbito da macroeconomia convencional. Sendo esse inegavelmente influente é importante avaliá-lo, pois isso nos ajuda a perceber como esse objeto foi assumindo, progressivamente, diminuta importância, com isso deixando-se de contemplar dimensões indispensáveis. Em

⁹ Chama atenção a contemporaneidade com os citados trabalhos de Friedman e Schwartz e Goldsmith. Estávamos no auge do debate entre keynesianos e monetaristas.

outras palavras, a definição proposta pelo trabalho de Tobin e Brainard, precisa e formalizada, influenciou os desenvolvimentos seguintes na macroeconomia keynesiana. Por isso, passemos a ele.

O objetivo do trabalho de Tobin e Brainard é coerente com o “espírito” da síntese neoclássica: construir modelos de equilíbrio geral nos mercados financeiro e de capital. Interessante e importante é a observação que fazem sobre a metodologia do trabalho, qual seja, que o tratamento formalizado que darão ao problema poderá livrar a economia monetária do seu insucesso até então, quando tentava discutir esses efeitos sem sólido fundamento em teoria de equilíbrio geral. Assim, antes de tudo, cabe definir o que é o equilíbrio nesses modelos: uma situação na qual público e intermediários financeiros estão satisfeitos com seus *portfolios* de ativos e passivos, com demanda igual à oferta. Dentro desse arcabouço, a questão que os autores investigam é se a presença dos bancos afeta a política monetária.

Pressuposto assumido no trabalho é que os passivos dos diferentes intermediários, bancários e não bancários, são tidos como homogêneos, sendo remunerados por uma taxa única. Os *portfolios* dos tomadores são compostos de moeda, capital “real” e dos passivos dos vários intermediários. Os ativos que compõem a carteira dos agentes detentores de riqueza são substitutos imperfeitos um do outro. A conclusão é que a presença dos bancos, mesmo que esses não sejam controlados, não torna inócuo o controle monetário, via oferta de moeda. Nem mesmo a presença de intermediários não bancários significa a inoperância do controle monetário. É verdade que uma ampliação dos balanços dos intermediários “não controlados”, em resposta a uma redução na oferta monetária, diminuirá a eficácia dessa medida. Mas não a retira por completo.

Ao discutir a natureza dos intermediários financeiros, dizem os autores que sua função essencial é satisfazer, simultaneamente, as preferências de *portfolio* dos demandantes e ofertantes de recursos. Aqueles querem expandir o montante de ativos reais que detêm, acima do seu patrimônio líquido, enquanto os últimos

querem manter parte ou todo seu patrimônio em ativos líquidos, com risco de *default* negligenciável. A peculiaridade dos intermediários financeiros está em conseguir transformar a natureza das obrigações dos demandantes e dos ativos dos ofertantes, tornando mais eficiente a alocação desses recursos. Fazem isso, em primeiro lugar, porque conseguem reduzir custos administrativos e têm maior *expertise* nas atividades típicas do negócio. Em segundo lugar, conseguem diluir o risco médio dos empréstimos por trabalharem com um volume maior de recursos, tanto no que diz respeito ao risco de *default*, quanto de descasamento de prazos, em função de eventuais saques de depósitos. Outro ponto que os autores levantam para explicar a maior eficiência da intermediação financeira, relativamente às “finanças diretas”, são as garantias governamentais aos passivos das instituições e outras provisões do gênero, que visam a assegurar sua solvência e liquidez. Conseqüentemente, no que diz respeito aos impactos da intermediação sobre a política monetária e, por essa via, sobre o nível de atividade, qualquer crescimento “autônomo” no montante de intermediação financeira da economia – em virtude, por exemplo, de um aumento na eficiência das instituições – deverá ter uma influência expansionista sobre esta.

Sobre a eficácia da política monetária – entendida aqui como controle da oferta de moeda –, dizem que será expansionista se reduzir a taxa de retorno exigida sobre o capital real. Isso estimulará a acumulação de capital. Em equilíbrio geral, essa taxa de retorno deverá igualar a produtividade marginal esperada do estoque de capital. Se, por intermédio da política monetária, eleva-se a taxa de retorno exigida sobre os investimentos reais, desencoraja-se a acumulação. Aliás, seria esse o objetivo da política monetária, segundo os autores: alterar o ritmo da acumulação de capital, pela manipulação da taxa de retorno exigida. Assim, a discussão sobre sistema financeiro, feita por Tobin e Brainard, resume-se a uma discussão sobre uma eventual interferência na eficácia da política monetária. É a política monetária, “em si”, que afeta o nível de atividade. Não se discute os efeitos sobre o sistema de crédito. Os bancos são intermediários passivos nessa conexão.

Na seqüência dos trabalhos que apontavam para uma inter-relação entre os lados real e monetário da economia, costuma-se fazer referência ao texto de Tobin, de 1975 – *Keynesian Models of Recession and Depression*. Escrito num contexto de decadência das idéias keynesianas, objetiva resgatar sua importância ao concluir que os supostos mecanismos automáticos de ajuste da economia são muito precários para eliminar o desemprego permanente. A seguinte passagem explicita bem o contexto em questão:

”Mais uma vez é alegado que uma economia de mercado pode e vai, sem ajuda de política governamental, direcionar-se para o equilíbrio de pleno emprego. Esta é a base para a defesa de regras fixas para o crescimento monetário e para a política fiscal, bem como para as críticas à política discricionária ativa.”(Tobin, 1975, p.196)

No trabalho em questão, Tobin investiga formalmente os efeitos sobre a demanda agregada tanto de uma queda no nível corrente de preços, quanto de uma queda na taxa de inflação esperada. Os efeitos positivos de uma queda no nível geral de preços teriam alguns canais, já conhecidos, de transmissão. Ocorrem, por um lado, em função de uma queda na taxa de juros e conseqüente aumento nos investimentos. A queda da taxa de juros, por sua vez, resulta do crescimento do estoque real de moeda que se verifica quando da redução do nível de preços – é o chamado efeito Keynes. Essa mesma redução de preços é responsável pelo aumento da riqueza mantida em valores nominais, que desencadearia um aumento no consumo – o conhecido efeito Pigou.

Contudo, segundo Tobin, o efeito Pigou de curto-prazo – o que interessaria para a teoria keynesiana – seria, provavelmente, muito mais fraco que o de longo prazo, podendo, no limite, não exercer influência alguma. Isso porque entre os “papéis” de curto prazo, fixados em valores nominais, estão os débitos privados. Quanto menor o nível de preços, mais pesadas tornam-se as dívidas para os que as detêm. A transferência de renda que se dá entre devedores e credores tende a

não ser compensada. Para Tobin, devedores são devedores justamente por terem maior propensão a gastar. Muitos deles sofrem restrição de liquidez e, à medida que se eleva a relação entre dívida e capital, suas linhas de crédito diminuem e podem, no limite, desaparecer.

Quanto aos efeitos de uma variação na taxa esperada de inflação, um aumento eleva a taxa de juros real, desestimulando o investimento e o consumo. Por outro lado, os ganhos esperados de capital por deter moeda estimulariam o consumo. É o que autor chama de “efeito Pigou de fluxo”, em contraposição do outro, que seria de estoque. A questão seria mensurar o tamanho da propensão marginal a gastar em função de ganhos de capital. Segundo o autor, as evidências econométricas apontariam para uma propensão pequena. A partir daí, o autor entende que os outros efeitos de uma queda na taxa esperada de inflação dominam o efeito riqueza.

Dito isso, a questão relevante é saber se a deflação consegue, por si, acabar com o desemprego da economia, tal como pretenderam demonstrar Modigliani e Patinkin. A conclusão do autor é pela baixa probabilidade disso acontecer.¹⁰ Segundo Tobin, mesmo com políticas monetárias e fiscais estáveis combinadas, e com flexibilidade de preços e salários, os mecanismos de ajustamento da economia podem ser muito fracos para eliminar o desemprego permanente.

Para nós, mais importante que a conclusão em si, é atentar para um canal de influência do monetário para o real trazido pelo autor nessa sua tentativa de rebater a eficácia do ajuste clássico, inserido no arcabouço keynesiano. Ao discutir o efeito Pigou, Tobin afirma que a redução de preços, que leva ao aumento da riqueza mantida em valores nominais e desencadeia um aumento no consumo, é também responsável por uma elevação no valor real das dívidas no *portfolio* dos

¹⁰ A condição para que isso aconteça é que o efeito expansivo de uma queda no nível de preços, sobre a demanda, seja muito maior que os efeitos depressivos de uma queda na taxa esperada de

agentes, composto de ativos e passivos. Tobin lembra-nos, em suma, que entre os “papéis” de curto prazo, fixados em valores nominais, estão os débitos privados. Quanto menor o nível de preços, mais pesadas tornam-se as dívidas para os que a detêm. É fato que, nessas circunstâncias, ocorre uma transferência de renda dos devedores para os credores, mas essa tenderia a não ser compensada. Para o autor, devedores são devedores justamente por terem maior propensão a gastar, e à medida que se entra numa espiral deflacionária, a tendência é restringir-se a liquidez. Ademais, quando se eleva a relação entre dívida e capital, as linhas de crédito diminuem e podem, no limite, desaparecer.

Assim, num contexto de ocaso das idéias keynesianas e numa tentativa de reabilitá-las, apontando a ineficácia dos supostos mecanismos automáticos (e clássicos) de ajuste via queda de preços, Tobin acaba (re)introduzindo, marginalmente, uma idéia fundamental. Faz isso no momento em que argumenta, à *la Fisher*, quanto aos efeitos deletérios da deflação sobre o nível de atividade, dado o seu impacto sobre o volume de dívidas, sobre a possibilidade de serem as antigas pagas e novas contratadas, viabilizando determinado volume de gastos. Essa idéia (re)apresentada por Tobin representa, ao mesmo tempo, uma acolhida às críticas bem mais recentes de Gurley e Shaw. Relembremos que, para esses, o modelo keynesiano convencional era insuficiente no que diz respeito à questão financeira, por não considerar os efeitos do novo endividamento dos agentes no estoque total de dívida e, mais ainda, na sua futura capacidade de dispêndio. Nesse caso, ao menos no que diz respeito à crítica de um “ajuste deflacionário”, a idéia foi incorporada.

inflação. Mas, nos pontos baixos do ciclo (“*at the floor*”), esse último tende a ser ainda maior do que nos momentos de normalidade.

1.5. Repressão, fragmentação, liberalização: a análise de Shaw e Mckinnon para mercados imperfeitos

Na seqüência dessa trajetória de reconstituição da discussão sobre o financiamento, no âmbito da macro *mainstream*, devem ser mencionados os trabalhos de Shaw e Mckinnon, ambos de 1973.¹¹ Estes têm como foco a análise e a conseqüente orientação de política econômica para os então chamados *Last Developed Countries* (LDCs), no que diz respeito a seus mercados de capitais. Para Mckinnon, as teorias existentes sobre moeda e finanças – keynesianas ou monetaristas – seriam inadequadas para tratar da situação das economias subdesenvolvidas. A inadequação estaria ligada ao fato de assumirem o mercado como essencialmente perfeito, com uma taxa de juros única, ou com um espectro coerente de taxas para os diferentes prazos – tal como ocorreria nos países centrais. O cenário nos países subdesenvolvidos, contrariamente, seria de uma fragmentação nas taxas de juros reais.

Diante disso, Mckinnon propõe-se a desenvolver um modelo que, mesmo não tendo a elegância dos modelos keynesianos de curto prazo, ou dos modelos de crescimento monetário de longo prazo, teria pressupostos mais adequados para explicar o que se passa no mundo subdesenvolvido. Nos países subdesenvolvidos, seria um erro importante considerar o desenvolvimento como simples acumulação de capital homogêneo de produtividade uniforme – tal como faz a teoria convencional, explicitada nos modelos de crescimento.

Fragmentação é um conceito central no trabalho em foco. Uma economia é fragmentada quando os agentes são tão isolados que enfrentam preços diferentes para os diversos ativos. Esses preços, em síntese, não refletem adequadamente a escassez dos bens e serviços. Além disso, os diferentes agentes não têm acesso

¹¹ O trabalho de Ronald Mckinnon chama-se *Money and Capital in Economic Development*, e o de Edward Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*. Dada a grande semelhança entre eles, optamos por trabalhar aqui apenas um dos textos, o de Mckinnon.

à mesma tecnologia. Em suma, o autor entende que, nos países menos desenvolvidos, o mercado não é de concorrência perfeita.

O que caracteriza, especificamente, um mercado de capitais fragmentado, típico do mundo subdesenvolvido?¹² Segundo Mckinnon, esse seria um mercado ondê, de um lado, empreendedores com oportunidades potenciais não têm recursos próprios, e tampouco têm acesso a financiamento externo. De outro lado, os que têm recursos próprios e se autofinanciam – autofinanciamento é a situação típica nas economias subdesenvolvidas, nas quais o mercado de capitais é virtualmente inoperante – podem não ter oportunidades para investir a taxas de retorno que reflitam, adequadamente, a prevalente escassez de capital. A dispersão resultante nas taxas de retorno reais reflete a inadequada alocação do capital existente, e reprime nova acumulação.

Mas o que impediria, nesses países, o desenvolvimento de instituições financeiras que quebrariam os limites do autofinanciamento? Seria a incerteza. Uma incerteza que Mckinnon chama de subjetiva.¹³ É ela que fragmenta a estrutura de taxa de juros. Sua origem está relacionada ao fato das unidades econômicas, tanto no lado dos investidores, quanto dos poupadores, serem pequenas. Informações confiáveis sobre os tomadores de recursos tendem a ser custosas de obter, relativamente ao tamanho da operação a ser realizada. Não há um histórico suficientemente extenso e confiável sobre os credores e muitas unidades operam com pouca liquidez. Em função disso, o medo das falências e inadimplências – elementos raramente contemplados na teoria convencional – é uma constante nas economias subdesenvolvidas.

¹² A expressão mercado de capitais é usada aqui não no sentido exclusivo de um mercado onde se negociam títulos, de dívida ou de propriedade. Mas num sentido mais amplo, de um mercado de financiamento, direto ou indireto, do investimento.

¹³ A incerteza subjetiva está, aqui, em oposição à incerteza objetiva, ou seja, ao risco, adequadamente tratado, no entender de Mckinnon, nos modelos do *mainstream*. A incerteza objetiva, ou risco, define-se pelos distintos retornos obtidos por reter, alternativamente, ativos físicos e financeiros. A função do sistema financeiro seria distribuir riscos de acordo com o desejo das pessoas de assumi-los. No mundo subdesenvolvido, contudo, nem indivíduos, nem governos, têm um menu comum de ativos físicos, com distribuição de probabilidade para as taxas de retorno objetivamente definidas. Nesse contexto a incerteza é particularmente aguda.

Num quadro dominado por incerteza interpessoal, ou subjetiva, e informação imperfeita, o grau de endividamento torna-se uma questão-chave, ao contrário do que diz o teorema de Modigliani e Miller. Muitos não conseguem um nível de endividamento significativo, via empréstimos, estando limitados a investir suas dotações iniciais – isto é, seus recursos próprios. Mesmo para os que conseguem obter algum financiamento externo, o volume de recursos próprios que podem disponibilizar funciona como uma forma importante de garantias. Portanto, dotação inicial e capacidade de tomar recursos emprestados são altamente complementares nesse tipo de mercado.

Outro ponto interessante apontado pelo autor é que a incerteza, além de reduzir o montante que se consegue obter via financiamento, também encurta o horizonte temporal dos empréstimos. Mckinnon aponta que o financiamento, nas economias subdesenvolvidas, é de prazo muito curto, o que limita severamente a redistribuição intertemporal dos recursos. Paralelamente às exigências por garantias, e não por coincidência, há também exigências de pagamentos rápidos dos financiamentos. Assim, a dimensão quantitativa e a dimensão temporal dos empréstimos ficam severamente limitadas.

Por que, nessas circunstâncias, o sistema monetário domina a estrutura financeira limitada? Para Mckinnon, além do problema da falta de escala dos mercados, que inibe a emissão de títulos primários, há também o nível elevado de incerteza. Uma vez que os credores sabem pouco, ou nada, sobre a capacidade de repagamento dos devedores potenciais, outros instrumentos financeiros, que não a moeda, não conseguem ser comercializados facilmente. Portanto, o papel da moeda como um meio de pagamento, e sua sanção pelo Estado, reforça seu valor como um instrumento de acumulação privada de capital. A utilidade da moeda como um instrumento financeiro, contudo, depende da disposição dos agentes para retê-la, a qual é função da taxa de inflação, da taxa de juros nominal dos depósitos e da conveniência de reter moeda. Nesse contexto, os bancos podem valer-se da peculiar atratividade da moeda – um ativo “especial” num mundo incerto – para atrair depositantes.

O que vimos, até aqui, é a proposição de um conjunto de idéias importantes e até certo ponto incomuns dentro do *mainstream*, possíveis de serem tratadas pelo fato do autor abrir mão da hipótese da concorrência perfeita, ao partir para uma aplicação da teoria. Relembrando sua idéia-chave, diz Mckinnon que os mercados, nos países menos desenvolvidos, são fragmentados. Então, é pela via da “concorrência imperfeita”, forçada pela necessidade de abandonar o plano da abstração pura, que o problema do financiamento ganha espaço na discussão *mainstream*. Impossível deixar de apontar, desde já, para o fato de que será essa a idéia-chave – ausência de concorrência-perfeita – da escola novokeynesiana, que ganhará seu espaço na agenda da macroeconomia convencional poucos anos depois. Assim, em certo aspecto, Mckinnon e Shaw lhe são precursores. Como veremos no próximo capítulo, o que farão os novokeynesianos, dando um passo além na discussão *mainstream*, é tratar o problema da existência do desemprego involuntário na economia – em geral, e não só dos países menos desenvolvidos – como decorrente de mercados imperfeitos. Mercados financeiros, entre outros, serão apresentados como imperfeitos.

Também devemos observar uma linha de continuidade principiando nos trabalhos de Gurley e Shaw, de 1955 e 1960, antes tratados, e avançando para os referidos textos de Shaw e Mckinnon, este último agora discutido. Relembrando os primeiros, diziam os autores que, mesmo adotando os pressupostos neoclássicos de agentes maximizadores, preços flexíveis e ausência de ilusão monetária – isto é, mesmo aceitando-se as regras estabelecidas – a moeda importa para a determinação e a composição do nível de atividade. Mas desde então admitiam que o papel da moeda cresce de importância à medida que se toma distância do mundo da concorrência perfeita. Foi admitindo a inexistência da concorrência perfeita nos *Last Developed Countries* que Mckinnon fez uma análise acerca dos mercados de crédito que, como veremos, teve grande repercussão.

Isso posto, vejamos agora as prescrições de política derivadas das idéias de Ronald Mckinnon. Cumpre dizer que seu trabalho, bem como o trabalho “gêmeo” de Edward Shaw, ficou conhecido muito mais pelo diagnóstico a respeito

do que leva uma economia a ter mercados fragmentados – a repressão financeira – e pelas sugestões a respeito do que fazer para superar esses estágio – a idéia da liberalização financeira, que veremos logo a seguir –, do que pela avaliação do que caracteriza e de como funciona um mercado de capitais ineficiente. Apesar de ser esse último, como já salientamos, um ponto de extrema relevância, se estivermos atentos para o rumo dos desenvolvimentos da teoria.

Avançando, então, para o âmbito da política, a primeira pergunta é: qual a origem dessa “fragmentação moderna” dos mercados nos países menos desenvolvidos, que resulta no uso inadequado dos fatores reais, inibindo o desenvolvimento industrial e condenando setores importantes da economia ao uso de tecnologia inferior? Para o autor, a tal fragmentação seria resultante das políticas econômicas das quais esses países teriam sido “vítimas”. A pergunta imediatamente subsequente é: o que fazer para minimizar a incerteza e a fragmentação nos mercados de capitais imperfeitos? Na opinião de Mckinnon, isso exige políticas monetária e financeira cuidadosas, e um conjunto de instituições que facilitem a aplicação e a captação de recursos ao longo do tempo.

Ao contrário do que poderia parecer, inicialmente, a um leitor desavisado, a estratégia corretiva sugerida por Mckinnon não é a provisão, por parte do governo, de crédito a baixo custo para os empreendedores. Para o autor, a política tradicional de manter taxas de juros baixas, algumas vezes mesmo negativas, limita a disponibilidade de empréstimos. Atuando em sentido contrário – isto é, remunerando os ativos financeiros com taxas de juros substancialmente superiores à taxa de retorno do investimento com a tecnologia existente – o governo induziria o empreendedor a desinvestir nos processos produtivos que usam tecnologia inferior, liberando recursos para empréstimos em projetos de investimento que adotassem tecnologia mais avançada e maior escala. A um nível elevado de taxa de juros, determinado pelo “mercado livre”, mesmo que todos os empreendedores continuem a financiar parte de seus investimentos internamente, uma proporção maior da poupança, até então represada, será canalizada pelo mercado. A liberação de recursos de uso inferior, nos países subdesenvolvidos,

seria algo tão importante quanto a geração de nova poupança. Importante notar que persiste a idéia clássica dos fundos de empréstimos. É preciso “liberar” os mercados para que a poupança existente, definida como grandeza *ex-ante*, mas represada por conta da ineficiência alocativa dos mercados, possa “gerar” o investimento.

1.6. Conclusão

Fizemos, nesse capítulo, a retrospectiva de um conjunto de trabalhos que deram a base para a discussão sobre a questão do financiamento na macroeconomia *mainstream* de curto prazo. Dentro do “núcleo keynesiano”, a tendência era minimizar a importância do lado financeiro. Fala-se da interdependência real-monetário no modelo do IS-LM, dada pela influência da taxa de juros sobre a demanda agregada. Contudo, jamais fica claro se os gastos precisam, ou não, ser financiados, ou se a taxa de juros é custo explícito, ou apenas custo de oportunidade. Nesse *core* restrito, apenas o trabalho de Tobin (1975), ao criticar a eficácia do ajuste automático via deflação, aponta para a existência de passivos na economia, discutindo seus efeitos sobre a demanda agregada. É só ao explicitar a necessidade de financiamento dessa economia que se consegue analisar como essa necessidade modifica seu comportamento.

Também foi necessário, nesse contexto de avaliação da macroeconomia, resgatar o trabalho monetarista do início dos anos 60. É tradicionalmente dito que este recuperou a importância da moeda para o debate, quando os keynesianos ocupavam-se apenas do lado real da economia. Mas essa moeda, para os monetaristas, é meio de troca. Os bancos não têm importância por adiantarem poder de compra, e sim porque seus passivos compõem o agregado monetário o qual, variando em desproporção à taxa de crescimento da economia real, altera seu nível de atividade no curto prazo. Nessa economia não há financiamento e, se houver, diferença não faz. A interação entre o real e o monetário para os

monetaristas é uma questão da influência da moeda (ou dos choques monetários), no curto prazo, sobre o nível de renda real e nominal.

Do ponto de vista microeconômico, essa “desimportância” fica afirmada pelo chamado teorema de Modigliani e Miller. O argumento é construído a partir da idéia de que as firmas são avaliadas objetivamente pelo mercado – via a avaliação do preço de suas ações, por exemplo – em função da qualidade dos seus investimentos “reais”, ou seja, pelo retorno que geram. Um maior ou menor endividamento da firma é irrelevante quando todo o seu capital, bem como o de todas as firmas, é visto como um conjunto de papéis que estão no mercado, e para os quais não há custo de transação. Perde sentido, nesse contexto, avaliar a estrutura de capital da firma, pois o conjunto de títulos que financiou esse capital dilui-se no *portfolio* dos investidores. Assim, ao estenderem a hipótese de concorrência perfeita para os mercados de títulos, Modigliani e Miller conseguem, apesar de focar uma questão central e recorrentemente negada, ou não explicitada – a do financiamento do investimento – concluir pela irrelevância da forma pelo qual o investimento é financiado. A questão entrou em cena para sair. Ademais, a reconhecida “elegância formal” que o trabalho apresenta ajudou a inibir, por muito tempo, a necessidade de revisitar essa questão, dentro do *mainstream*.

Os trabalhos de Gurley e Shaw, de meados dos anos 50 e início dos 60, representam um caminho alternativo no tratamento da questão do financiamento. Apontam, explicitamente, para o fato de que esse tema vinha sendo negligenciado e concluem que, mesmo adotando os pressupostos neoclássicos de agentes otimizadores, sem “ilusão” e com flexibilidade de preços, a moeda importa para a determinação do nível de atividade. Admitem, contudo, que o papel da moeda torna-se crescentemente importante à medida que se toma distância desse mundo da concorrência perfeita. Idéia, essa, que será posteriormente resgatada pelos teóricos da repressão financeira.

Gurley e Shaw preservam o argumento clássico de que o investimento precisa da poupança prévia, e que essa não tem caráter financeiro. Contudo, ao reduzir o nível de abstração e preocupar-se já com uma dimensão institucional da economia, advogam que se o sistema financeiro for subdesenvolvido, ele não irá canalizar essa poupança prévia: ela se “perderia”. Nesse sentido a capacidade financeira, que explicitaria uma dimensão real da economia, interfere no nível de demanda agregada. Interessante observar que no momento em que consideram, explicitamente, a presença do sistema financeiro e a necessidade do financiamento, não mais desconsideram a existência de um estoque de ativos e passivos financeiros nessa economia, o que lhe altera a dinâmica. Os déficits, dizem eles, deixam um rastro na economia: um estoque de dívida e a conseqüente modificação na capacidade financeira dos agentes. É com isso que a macroeconomia deveria preocupar-se: com a capacidade financeira da economia, com a possibilidade dos agentes emitirem dívida nova para não serem obrigados a reduzir despesas, correntes ou futuras. Impossível deixar de reconhecer aqui uma mudança no pensamento convencional.

A novidade trazida pelo trabalho posterior de Shaw e Mckinnon é o seu caráter aplicado e as modificações que isso impõe sobre a teoria: o foco sobre as economias subdesenvolvidas e a necessidade de admitir que, diante dos problemas por essas apresentados, é preciso abrir mão da concorrência perfeita. Os mercados, aí, seriam fragmentados, inclusive o financeiro. O financiamento do investimento “externo” à firma é uma exceção nessas economias – em função de serem as unidades econômicas pequenas e sem histórico de crédito, das informações nesses mercados serem custosas etc. Nesse contexto, diferentemente do que advogam Modigliani e Miller, o nível de endividamento torna-se uma questão crucial. É um contexto de elevada incerteza e no qual, obviamente, é elevado o risco de inadimplência, o que faz também com que a dimensão temporal dos recursos financeiros seja diminuída. Vejamos como essas idéias irão desdobrar-se ao longo do tempo, tanto do ponto de vista teórico, quanto político.

2. FINANCIAMENTO NO *MAINSTREAM* CONTEMPORÂNEO

2.1. Introdução

Começamos este capítulo sobre a questão do financiamento no *mainstream* contemporâneo tratando, ainda que brevemente, dos acontecimentos que levaram, senão a uma ruptura, pelo menos a uma relevante inflexão dentro da macroeconomia. Essa inflexão justifica que a tratemos em dois momentos: a “velha”, objeto do capítulo anterior, e a atual.¹⁴

A macroeconomia *mainstream* contemporânea surge, no início dos anos 70, a partir da incorporação explícita da chamada hipótese das expectativas racionais (HER) nos seus modelos. Poderíamos apresentar, formalmente, a HER como:

$$p^*_t = E_{t-1}(p_t | I_{t-1})$$

sendo p^*_t a expectativa da variável p_t formulada no momento $t-1$, dado o estoque de informações (I) disponíveis em $t-1$, (I_{t-1}). O agente que formula suas expectativas com base nesse critério, dito “racional”, não necessariamente irá acertar suas previsões, mas prevê um erro nulo ($\varepsilon_t = 0$). Se o agente processa a totalidade de informações disponíveis de maneira eficiente, a probabilidade que atribui à ocorrência do fenômeno é idêntica à probabilidade real de sua ocorrência. A força dessa idéia, que postula um tipo específico de racionalidade dos agentes, contribuiu decisivamente para os novos rumos da teoria, desde então. São duas as vertentes que emergem daí: a novoclássica e a novokeynesiana.

A ampla aceitação da HER no âmbito da teoria economia dominante, longe de ser surpreendente é, sim, coerente com o esforço de dotar a macroeconomia dos fundamentos microeconômicos neoclássicos. Essa era uma crítica forte no

¹⁴ O que segue, na introdução desse capítulo, está baseado em Deos (1999).

interior do *mainstream* à macroeconomia dominante: incompatibilidade entre microfundamentos e resultados macroeconômicos. A incorporação da HER é coerente com esse esforço. Ao adotar tal hipótese de formação de expectativas, supõe-se que os indivíduos não abandonam um comportamento maximizador: com base no estoque de informações disponíveis e em seu entendimento de como funciona a economia, os agentes formulam a melhor expectativa possível sobre o comportamento futuro de determinada variável. Pode-se perceber a analogia entre construir expectativas racionais e maximizar lucro e/ou utilidade.

Mas se a hipótese das expectativas racionais é “apenas” mais um elemento da microfundamentação da macroeconomia, por que lhe é atribuída a responsabilidade pelos novos rumos da teoria, a partir da década de 70? Em certo sentido, a HER ocupa “injustamente” o centro das atenções no debate. Isso porque a clivagem no *mainstream* contemporâneo, entre novoclássicos e novokeynesianos, não é estabelecida, fundamentalmente, em torno de sua validade. Estabelece-se muito mais pela aceitação, ou não, do pressuposto de *market clearing* – ajuste ótimo do mercado via flexibilização dos preços, que resulta na inexistência de excessos de oferta ou demanda – e das proposições que daí se derivam. A aceitação do *market clearing* tende a recolocar a tradicional dicotomia clássica entre fenômenos reais e monetários já para o curto prazo.

Dizendo isso, damos já um primeiro indicador de por que o segmento da macroeconomia contemporânea que será objeto principal de nossa análise nesse capítulo não será o novoclássico, mas o novokeynesiano.¹⁵ Esse surgiu como resposta aos problemas tanto da macro keynesiana tradicional – tal como apontados pela teoria novoclássica –, quanto das insuficiências desta última.¹⁶

¹⁵ Na seção seguinte, quando trataremos brevemente da economia novoclássica e dos modelos de ciclos de negócios reais, apresentaremos com mais vigor as justificativas dessa escolha.

¹⁶ Os novoclássicos questionam, por exemplo, o raciocínio típico do modelo IS-LM, no qual um aumento da oferta de moeda, representado por uma expansão da LM, levaria a uma redução na taxa de juros e a um aumento do investimento/renda, em função de um deslocamento ao longo da curva IS. Para os novoclássicos, a política monetária provoca um deslocamento da IS, e não na IS, em função da – até então não considerada – formação de expectativas dos agentes quanto ao comportamento da demanda. Ao fazerem isso, quebrariam uma idéia fundamental subjacente ao modelo IS-LM, que diz respeito à independência que deveria existir entre os movimentos de uma

Segundo os novoclássicos, o “velho keynesianismo” era carente de microfundamentos e de uma hipótese (razoável) de formação de expectativas, elementos que passam a ser incorporados na abordagem novokeynesiana. Conforme Gordon (1990), essa busca por microfundamentos na macroeconomia novokeynesiana não representa, obviamente, a primeira tentativa de dar fundamentos micro à macro. Trabalhos como os de Friedman e Modigliani, na teoria do consumo, de Jorgenson, na teoria do investimento, e de Baumol e Tobin, na demanda por moeda, eram fundados em comportamentos de maximização dos agentes, ao nível microeconômico. Mas todos foram desenvolvidos numa abordagem metodológica de equilíbrio parcial – quando o preço e a quantidade de equilíbrio, em determinado mercado, são estabelecidos independentemente dos outros mercados, isto é, sob a hipótese de *ceteris paribus* – e assumiam, em geral, tanto a renda real quanto o nível de preços como dados. A diferença fundamental é que no programa de pesquisas novokeynesiano a abordagem metodológica subjacente é de equilíbrio geral, ou walrasiano: preços e quantidades de equilíbrio, em todos os mercados, são determinados simultaneamente. Os mercados estão inter-relacionados.

Greenwald e Stiglitz (1993) apontam duas grandes linhas no âmbito da abordagem novokeynesiana.¹⁷ A primeira ressalta rigidez de preços – inclusive salários – como elemento fundamental para o desvio do mercado em relação ao equilíbrio walrasiano.¹⁸ Não fosse essa “falha de mercado”, haveria um ajustamento rápido aos eventuais choques, mantendo a economia sua trajetória de pleno emprego e eficiência. A partir daí, a principal tarefa para os membros dessa escola era procurar explicar, adequadamente, os fenômenos microeconômicos que redundavam na “macroeconomia de espírito keynesiano”: a

curva e outra. Nesse novo contexto, “expectacional”, pode-se ter uma situação na qual o aumento da quantidade de moeda leve não a uma redução na taxa de juros, mas sim a uma elevação, no caso de uma expansão da IS por conta de previsão de aumento da demanda agregada.

¹⁷Alguns autores, como Silva (1996), identificam uma terceira corrente dentro do novokeynesianismo, originária do trabalho de Peter Diamond. Essa procuraria formalizar a idéia de *animal spirits*, trabalhando a noção de que ondas de pessimismo e otimismo conduziriam a economia para situações de pleno emprego ou desemprego involuntário.

¹⁸ Os autores tradicionalmente associados a essa corrente seriam Akerlof, Mankiw, Ball e Romer.

que constata desemprego involuntário e ausência de dicotomia clássica entre fenômenos reais e monetários.

Essa abordagem credita os resultados distintos que obtém em seus modelos, relativamente aos novoclássicos, fundamentalmente ao fato de não se assentarem sobre as mesmas estruturas de mercado: concorrência perfeita é a estrutura típica dos modelos novoclássicos, mas é a concorrência imperfeita que caracteriza os novokeynesianos. De outro lado, como já mencionado antes, representa uma espécie de seqüência do programa de pesquisa dos “velhos keynesianos”, tentando “recuperar” o modelo IS-LM ao dar-lhe justificativa microeconômica mais sólida do que tinha até então. Para os “velhos keynesianos”, a dicotomia real-monetário rompia-se porque os preços, notadamente os salários, não se ajustavam. Essa rigidez de salários impedia a restauração do equilíbrio, no sentido mais rigoroso do termo, após um choque monetário. Mas, diferentemente do trabalho de seus predecessores, nos quais havia uma hipótese arbitrária de salários rígidos, os novokeynesianos dessa linha têm se dedicado a explorar quais seriam as origens da rigidez de salários e preços, responsável pelo desemprego involuntário e ruptura da dicotomia clássica.

A segunda linha de pesquisa apresenta algumas diferenças importantes quando comparada à primeira. Compartilhando de premissas básicas da abordagem novokeynesiana, que são a inexistência de *market clearing* em função da existência de informação imperfeita, essa segunda vertente muda o enfoque acerca do que constitui o problema de pesquisa fundamental. Sua análise sugere que a rigidez de preços, que se verifica em mercados imperfeitamente competitivos, não é mais o único problema, e talvez nem seja o principal. A economia tenderia a apresentar volatilidade mesmo se os preços se ajustassem a um choque monetário. Rigorosamente, os efeitos de uma redução de preços frente a um choque recessivo são considerados contraditórios. Na medida em que a redução de preço tem impacto positivo sobre as quantidades produzidas, contribui para estabilizar o nível de produto e emprego agregados. Mas, de outro, a redução de preços implica redistribuição de riqueza entre os agentes,

exacerbando os desequilíbrios financeiros e, assim, amplificando o choque macroeconômico inicial. Conforme Greenwald e Stiglitz (1993, p.42-3):

“o foco deve estar em como as imperfeições na informação limitam e, algumas vezes, chegam a eliminar os mercados que distribuem risco nas economias modernas; como essas imperfeições de mercado servem para amplificar os choques que as economias enfrentam e fazer com que seus efeitos persistam; e como, quando transferidos para o mercado de trabalho e combinados com falhas de informação e outros problemas nesse mercado, podem levar ao surgimento de elevados níveis de desemprego.”

É preciso observar que a assimetria de informações ganha enorme importância no momento em que a hipótese das expectativas racionais assumiu papel crucial. Na verdade, o problema informacional passa a ser o ponto central para a determinação do bom ou mau funcionamento dos mercados. No que diz respeito aos mercados de crédito, as informações ganham tal *status* porque o que os distinguiria dos mercados de bens é que nesses há uma “troca simultânea”, enquanto nos mercados de crédito o pagamento pelo “serviço” é feito depois desse ter sido ofertado. Decorre desse lapso temporal que está presente, por natureza, nos mercados de financiamento, a importância da disponibilidade de informações.

É sobre a contribuição da corrente novokeynesiana, no que diz respeito ao mercado de crédito, que centraremos a análise desse capítulo. Isso porque o objetivo do capítulo é analisar como a macroeconomia *mainstream* contemporânea trata a questão do financiamento. Na medida em que se fizer necessário, atentaremos, também, para a repercussão dessa discussão do ponto de vista microeconômico: a teoria do financiamento ao nível das empresas e a teoria sobre o comportamento dos mercados bancários. Tomaremos essa corrente novokeynesiana, e a Stiglitz em particular, como representativos da visão ora dominante no debate macroeconômico sobre a questão do crédito/financiamento. Antes, contudo, teceremos considerações sobre o papel da moeda em modelos

novoclássicos. Pareceu-nos relevante determo-nos, por breves momentos, na investigação de alguns modelos dessa corrente, para bem dimensionarmos sua contribuição no debate contemporâneo sobre o tema que nos ocupa.

2.2. Acerca da questão monetária em modelos novoclássicos e de ciclos reais: breves considerações

Rigorosamente, em modelos novoclássicos, sobretudo nos primórdios desse programa de pesquisa, verificavam-se efeitos reais de curto prazo decorrentes de variações monetárias. Tais efeitos seriam creditáveis a alguma “falha no modelo” (como no processamento de informações), à informação de difícil acesso ou a custos de ajustamento. Nesse sentido, a dicotomia clássica entre os lados real e monetário não estaria sempre garantida:

“Embora a abordagem enfatizasse teorias do equilíbrio completamente elaboradas, a análise tencionava explicar as flutuações econômicas do mundo real... [as quais] tinham que refletir distúrbios reais ou monetários, cujos efeitos econômicos dinâmicos dependiam dos custos de obter informação, custos de ajustamento, e assim por diante.” (Barro, 1992, p.4)

Conforme Silva (1996), os “velhos” novoclássicos – Sargent e Lucas, por exemplo – estavam preocupados com a influência da moeda no sistema econômico. Podemos listar algumas proposições peculiares derivadas da literatura que tem essa preocupação, entre as quais a “aritmética desagradável” de Sargent e Wallace, a proposição de Lucas acerca do formato da curva de oferta de curto prazo, em função do problema da “extração de sinal” e, ainda, a chamada “equivalência ricardiana”, proposta por Barro.

A “aritmética desagradável” mostraria que mesmo políticas monetárias expansionistas no futuro – que seriam uma decorrência inexorável do aumento do endividamento presente do governo o qual, se espera, seja monetizado

futuramente – podem causar inflação no presente. Haveria, assim, uma relação direta entre as expectativas de evolução do estoque monetário futuro e a taxa de inflação no presente. Seria a adoção de uma Teoria Quantitativa da Moeda em versão expectacional.

A proposição de Lucas sobre o formato da curva de oferta diz que, num modelo de informação imperfeita, pode-se ter uma curva de oferta de curto prazo positivamente inclinada – e não vertical, como requer o mundo clássico – se existe um problema de “extração de sinal”. Isso aconteceria quando um agente recebe uma informação sobre o aumento de preço do seu produto e não sabe identificar o sinal: teria sido uma variação de preço relativo ou do nível geral de todos os preços? A resposta a uma variação de preço relativo seria uma alteração de oferta, enquanto que a resposta a uma variação no nível geral de preços deve ser, em termos de quantidade, nula. Por conta da dificuldade em interpretar o sinal, o agente poderia ter, no curto prazo, uma curva de oferta positivamente inclinada, desde que o governo não tentasse explorar sistematicamente a política monetária inflacionária. Na verdade, é um resultado tipicamente monetarista, por conta da prevalência de informação imperfeita.

Quanto à “equivalência ricardiana” proposta por Barro, essa diz que a forma como o governo financia seus gastos – seja com impostos, seja com endividamento –, é indiferente.¹⁹ O problema é que os gastos públicos deslocam o investimento privado (*crowding out*) no presente, porque diminuem a poupança privada. Tal diminuição de poupança no presente dar-se-ia em função de um aumento dos impostos presentes – com a conseqüente queda na renda disponível para o setor privado. No caso dos gastos serem financiados via emissão de títulos de dívida pública a serem resgatados no futuro, haveria necessidade de aumentar a poupança privada no presente, por antecipar-se pagamentos maiores de impostos no futuro.

¹⁹ Teria sido David Ricardo o primeiro a articular esse argumento, posteriormente desenvolvido e divulgado por Robert Barro.

Se, no início dos anos 70, os modelos novoclássicos exploravam exaustivamente o papel dos choques monetários, analisando sua propagação em função de problemas como informação imperfeita e mercados descentralizados, essa temática e esses “problemas” foram sendo descartados e substituídos por mercados competitivos, com maximização explícita dos agentes e firmas representativas. À medida que se “depurava” o modelo, a dicotomia real-monetário emergia e a macroeconomia, rigorosamente, desaparecia.

Nesse momento, temas como crescimento e aprendizado ganham espaço na agenda teórica (Blanchard, 1992). Nesse momento, o *Real Business Cycle Theory* – RBC, ou a nova economia novoclássica – sobrepõe-se nessa linha de pesquisa, reduzindo a ênfase nos choques monetários e concentrando-se no problema da volatilidade da economia, causada por choques tecnológicos. A idéia é que as oscilações do produto não são um resultado “sub-ótimo”, e sim o resultado de respostas otimizantes dos agentes a choques tecnológicos exógenos. Estes deslocam o nível de produto e emprego de equilíbrio para um novo nível de otimização. Assim, ainda que as expectativas racionais tenham sido originalmente introduzidas na macroeconomia novoclássica para estudar os *links* entre variáveis monetárias e reais, suas implicações passaram a ser mais sistematicamente trabalhadas no programa de pesquisa do RBC. As teorias de ciclos reais de negócios empregam modelos de equilíbrio geral para estudar os fenômenos macroeconômicos.

Especificamente quanto ao papel da moeda em modelos de ciclos reais, Goodfriend e King (1997) dizem que, nos primórdios desse programa de pesquisa, um setor monetário fora adicionado para explorar as correlações que se verificavam entre moeda e produto, as quais poderiam emergir a partir de choques de produtividade. Sem dúvida que um trabalho interessante nessa linha é o de King e Plosser (1984), que representa uma tentativa de integrar, em consonância com os princípios da RBC, a moeda nos modelos de ciclos reais.

Segundo os próprios autores, seu trabalho é construído em cima das idéias de Tobin (1963) e Fama (1980). O primeiro, como já vimos, é um modelo de equilíbrio geral para os mercados financeiros: públicos e intermediários financeiros estão satisfeitos com seus *portfolios* de ativos e passivos, com demanda igualando a oferta. O modelo de Fama (1980), como veremos com mais detalhes a seguir, trata os intermediários financeiros como se operassem num mundo de concorrência perfeita, onde há informação completa e inexistem custos de transação. Nesse, as principais funções dos bancos seriam realizar as transferências contábeis de riqueza no sistema e gerenciar – passivamente - os *portfolios*.

No modelo de King e Plosser (1984), os serviços produzidos pelos bancos – transferência de riqueza entre os agentes, o que reduz os custos de transação dessa economia e aumenta a eficiência dos mercados – são percebidos como bens intermediários produzidos: um *input* para a produção e a compra dos bens finais, cuja quantidade varia com os acontecimentos da economia real. O resultado é um modelo em que há correlação entre moeda e nível de atividade.

A explicação que propõem para a correlação entre variações na quantidade de moeda e no nível de atividade contrasta, efetivamente, com as tradicionalmente apresentadas no debate de então. Estas viam tal correlação como resultado de alguma falha de mercado – de processamento de informação por parte dos agentes e/ou de rigidez de preços –, e o sentido da correlação indo do monetário para o real. Em suas próprias palavras:

“Dadas as controvérsias em torno da principal hipótese sob contenda no tocante à moeda e ao ciclo de negócios – a estrutura de informação incompleta de Robert Lucas (1973) e os modelos Keynesianos de salários rígidos, conforme revitalizados por Stanley Fischer (1977) – parece compensador considerar hipóteses alternativas” (King e Plosser, 1984, p.363)

Acontecimentos inesperados no lado real da economia, que alterem as condições iniciais do modelo – os planos de consumo, de investimento, a oferta de trabalho etc – e levem, por exemplo, a uma expansão do nível de atividade, elevarão, proporcionalmente, o volume de crédito. Isso ocorre por conta da necessidade das firmas financiarem volumes maiores de bens, que estão em processo de produção. Argumentam, então, que há uma correlação entre o volume total de crédito – *inside money* – e o nível de atividade econômica, refletindo o papel dos depósitos como reserva de valor, ou elemento temporário do processo de crédito. Mas a origem do ciclo é, sem dúvida, real. No que diz respeito a uma variação no nível de preços, esta deverá resultar de variações no estoque de *fiat money*.

Conforme Goodfriend e King (1997), à medida que a pesquisa avançou, outros temas “monetários” foram também tratados. As conclusões a que se poderiam chegar são de que variações endógenas na quantidade de moeda – resultantes das próprias forças do mercado – explicariam, pelo menos em parte, a correlação cíclica entre moeda e produto. Quanto aos efeitos que “políticas inflacionárias” trariam sobre o produto, essas seriam relativamente ineficazes em modelos de ciclos reais de negócios. Concluem os autores dizendo que:

“para fins de ciclos econômicos, um modelo do tipo RBC, com um mecanismo monetário explícito, é muito parecido com um modelo do tipo RBC com uma função de demanda por moeda apenas sobreposta, após uma típica análise de equilíbrio geral.” (Goodfriend e King, 1997, p.244)

Assim, mesmo que a moeda seja incluída nos modelos de ciclo real, ela não estará mais do que a eles sobreposta, embora concebam a moeda como endógena: um insumo que facilita as transações do setor real. Entendemos isso como um avanço, por exemplo, em relação ao velho monetarismo, que não admitia a endogenia da moeda. Mas, certamente, não é possível mais do que isso dentro da linha da economia novoclássica. Não há espaço para discussões sobre

o papel do crédito e do financiamento. Esse fica definido como um insumo, um “bem intermediário”, produzido por um setor no qual vigoram os princípios de otimização, coerentes com o modelo de equilíbrio geral. Eventuais choques, que tiram essa economia de um nível de pleno emprego e a levam para outro, derivam sempre de modificações do lado real, plenamente acomodadas pelo “insumo” moeda.

Enfim, a especificidade da economia novoclássica deve ser buscada na obediência aos princípios microeconômicos de otimização, aliada à noção de equilíbrio geral. Nesse contexto, a concorrência perfeita é vista como estrutura de mercado necessária, dada a tendência de ajuste rápido e ótimo frente a um choque, e desejável, face a sua suposta capacidade de maximização de bem-estar.

Naturalmente, a concorrência perfeita deve ser também extensiva aos mercados de capitais – títulos e ações –, de forma que a estrutura de capital das firmas, a forma pela qual financiam seus ativos, continua sendo vista aqui como irrelevante. O que importa, nessa economia “real”, é a avaliação da qualidade dos investimentos da empresa. No contexto dessa macroeconomia, fundada em “otimização real”, a questão do financiamento não é um problema e desconstitui-se como objeto, tal como preconizado pelo “velho” teorema de Modigliani e Miller. O mercado de financiamento não pode ser tema de reflexão nesse contexto, pois tende a funcionar harmoniosamente, intermediando a poupança entre ofertantes e demandantes. Isto é coerente com a “Hipótese de Mercados Eficientes” de Fama (1980), que veremos adiante.

2.3. Novas reflexões sobre a dimensão financeira: o *mainstream* revisita a Grande Depressão

Paralelamente aos acontecimentos próprios à macroeconomia antes apontados, também ajuda a explicar por que houve uma renovação de interesse sobre a questão financeira o surgimento de uma literatura que, a partir do final dos

anos 70, procurava investigar, teórica e empiricamente, aspectos financeiros do ciclo econômico. É interessante retomar essa literatura porque ela parece já ter trabalhado, tentativamente, alguns temas que serão os sustentáculos da literatura novokeynesiana. Entre esses trabalhos, podemos citar os de Mishkin (1978) e Bernanke (1983), tendo ambos como objeto de investigação a crise de 1929 e a depressão que lhe seguiu.

É curioso observar a contínua reaparição desse tema como objeto de reflexão. Sua magnitude o torna “clássico” no debate sobre a interação real-monetário, mais especificamente, sobre as eventuais dimensões financeiras do ciclo econômico. Por isso faz-se necessário voltar a ele a cada momento em que se ensaiam novas respostas – foi o que fizeram Mishkin e Bernanke, nos referidos trabalhos. Para que o debate seguisse, a resposta deveria ser dada, cabe lembrar, à última posição sobre o tema, que era a de Friedman e Schwartz, de 1963.

Para Mishkin, as explicações tradicionais para a Grande Depressão estariam em duas grandes tradições. De um lado as keynesianas, que atribuíram a depressão a um declínio exógeno na despesa, tanto no consumo como também, e sobretudo, no investimento. Contudo, uma falha dessa abordagem keynesiana seria não conseguir explicar, de maneira conveniente, por que a economia começou seu “mergulho”, no fim de 1929. O autor também arrola entre as explicações keynesianas – ainda que, certamente, numa linha menos ortodoxa – aquelas que vinculam a Grande Depressão a um colapso nas expectativas, a partir do *crash* de 1929.

As teorias “monetárias” da Grande Depressão, como a de Friedman e Schwartz, vêem o declínio na demanda agregada como resultado da inépcia do *Federal Reserve* diante da crise bancária, que levou a uma queda na oferta de moeda. A deficiência da explicação monetarista, segundo Mishkin, estaria no fato de não especificar os canais através dos quais o declínio no estoque de moeda causa a contração econômica.

Economistas não enquadráveis nas tradições acima, como Fisher, põem o foco num ponto não tratado nessas duas tradições: o efeito da deflação de preços correntes sobre um endividamento prévio já explosivo. Isso fez aumentar, ainda mais, o endividamento real nos estágios iniciais da Grande Depressão, intensificando o declínio cíclico. Deve ficar claro que, para poder tratar a questão nessa linha, é necessário, em primeiro lugar, explicitar a presença do crédito, ou do endividamento, nessa economia. Em segundo, tratá-lo como algo não-neutro.

Mishkin considera-se um herdeiro dessas três tradições. Para ele, seu trabalho é keynesiano por enfatizar, como uma explicação para o declínio do período, deslocamentos de demanda em setores particulares da economia. Por outro lado, por enfatizar eventos nos mercados financeiros como a causa subjacente da crise, tanto do início, quanto do final da década de 30, teria em comum também como a abordagem monetarista e a de *debt-deflation* do Fisher.²⁰

A novidade que traz é, especificamente, a seguinte: o resultado de variações não esperadas nos preços das ações tem um papel importante no desenvolvimento do ciclo. Vemos que o autor aqui já aparece trabalhando, “intuitivamente”, uma idéia que os novokeynesianos irão tratar, à exaustão, posteriormente: o papel da variação no valor das garantias nas disfunções do mercado de crédito. Voltando ao raciocínio de Mishkin, esse diz que a severidade dos declínios de 1930 e 1938 teria sido, pelo menos em parte, resultado do declínio pronunciado nos mercados de ações, através de seus efeitos sobre o valor dos ativos e do patrimônio líquido dos agentes. Dentro dessa abordagem, são vistos como críticos a construção de um passivo das famílias extraordinariamente elevado e a deflação de 1929-33, que eleva o peso do endividamento. O autor trabalha com teorias que postulam um vínculo entre os

²⁰ Ainda que a *rationale* de Mishkin para o tema pouco tenha em comum com a monetarista, centrada na contração da oferta de moeda, parecia ser à época um imperativo - derivado provavelmente da necessidade de aceitação no *mainstream* - rotular qualquer abordagem que enfatizasse uma dimensão financeira do problema como monetarista. Ainda que seja muito estrito, de fato, o papel da moeda no mundo monetarista.

movimentos nos balanços e a demanda agregada: a hipótese da liquidez e do ciclo-de-vida. Vejamos isso com mais detalhe.

Mishkin (1978) ancora sua análise, de um lado, na hipótese do ciclo-de-vida de Ando e Modigliani, segundo a qual o consumidor considera seus recursos ao longo da vida para tomar sua decisão de consumo.²¹ A agregação dos indivíduos na economia leva a uma função consumo total que depende da renda passada e futura, e da riqueza total. Estimativas dessa função consumo indicam que variações na riqueza líquida têm efeitos potentes – obviamente negativos – na demanda de consumo.

A hipótese da liquidez, por sua vez, enfatiza a composição dos balanços. Mais especificamente, os impactos sobre a demanda agregada quando uma variação de preços altera, talvez diferentemente, a posição patrimonial dos agentes.²² Isso porque os mercados de capitais para ativos tangíveis seriam imperfeitos, o que os tornaria altamente ilíquidos. Assim sendo, quando o agente, que detém dívidas, enfrenta problemas financeiros e dificuldade para saldá-las, prefere reter ativos líquidos, ao invés de ilíquidos, que seriam difíceis de realizar em situação emergencial. É digno de nota que o autor já apoie aqui seus argumentos, os quais validarão uma interação cíclica entre o financeiro e o real, na imperfeição do mercado de capitais.

A situação é, evidentemente, tanto mais delicada quando maior o nível de endividamento. O argumento do autor, portanto, é de que o custo de oportunidade de reter ativos reais, fixos, aumenta substancialmente quando os consumidores enfrentam crises financeiras, o que reduz a demanda por tais ativos e, conseqüentemente, o nível de atividade econômica. Concluindo, podemos dizer que a explicação de Mishkin para a Grande Depressão está relacionada ao papel

²¹ Interessante observar que o trabalho de Modigliani de 1944, ao introduzir o “efeito Keynes” no arcabouço do keynesianismo neoclássico, postula uma relação virtuosa entre a deflação e o nível de renda, via queda da taxa de juros.

²² Hipótese apresentada por Mishkin em “Illiquidity, Consumer Durable Expenditure, and Monetary Policy.” *American Economic Review*, 66 (Sept. 1976).

do declínio do preço dos ativos financeiros – notadamente das ações – sobre a demanda de bens reais, tanto de consumo quanto de investimento.

Interessante verificar que, a partir daí, Mishkin evoluiu em paralelo com a teoria econômica *mainstream* e dotou sua *rationale* sobre crises financeiras de fundamentos microeconômicos novokeynesianos. Nesse sentido, a trajetória desse autor é emblemática. De um trabalho "histórico", feito no final da década de 70, no qual ele verifica as relações entre o real e o financeiro, ele produz, no início da década de 90, um trabalho em que se debruça sobre a mesma questão – o fenômeno das crises financeiras –, mas o faz com mais rigor conceitual e formal.

Em *Anatomy of a Financial Crises*, trabalho de 1992, Mishkin tem como objetivo prover uma explicação específica para o fenômeno das crises financeiras, e o pilar de sua teoria é a assimetria de informação. Para ele, se atentarmos para o problema de informação assimétrica, temos uma "chave" para entender como uma desorganização no mercado financeiro pode levar, via contração do crédito, a uma redução no nível de atividade. Ao mesmo tempo, temos uma definição mais precisa do que seja uma crise financeira:

"uma desorganização dos mercados financeiros na qual os problemas de seleção adversa e *moral hazard* tornam-se muito piores, de tal forma que os mercados financeiros tornam-se incapazes de canalizar eficientemente os fundos para aqueles que têm as oportunidades de investimento mais produtivas." (Mishkin, 1992, p.117-18).

Relativamente a Mishkin (1978), percebemos que o trabalho de Bernanke (1983), tratando o mesmo objeto, e também procurando a relação entre o financeiro e o real, já aparece bem mais "sintonizado" com a agenda

novokeynesiana.²³ Um primeiro indicador desse ponto é que o foco do trabalho está direcionado, especificamente, sobre o mercado de crédito. Bernanke (1983) discute o papel do *crash* do sistema financeiro, durante a Grande Depressão, para explicar a severa contração do nível de produto. A hipótese básica é que, por serem os mercados financeiros incompletos, a intermediação entre determinadas classes de demandantes e ofertantes de crédito requer uma coleta de informações não trivial. Momentos de grande *stress* nos mercados, tal como aconteceu no período 1930-33, reduzem a eficiência dessa atividade típica do sistema financeiro. Em outras palavras, reduz a eficiência desse mercado. Vale observar que o autor não despreza a abordagem monetarista – a de Friedman e Schwartz – para a questão, entendendo que seria complementar à que ora oferece.

A novidade para a análise do já tão tratado tema seria colocar o foco, em primeiro lugar, no mercado de crédito e, mais especificamente, na disfunção desse em função de uma elevação dos custos de intermediação. À medida que, em momentos de crise financeira, os custos reais do crédito aumentam, em função de maiores dificuldades na coleta de informações, aumenta também a dificuldade dos demandantes em potencial de recursos efetivarem sua demanda. Os efeitos dessa contração no crédito repercutiriam, obviamente, sobre a demanda agregada.

A propósito da discussão que irá enfrentar, Bernanke (1983) explicita que o modelo de intermediação financeira sobre o qual constrói sua análise é diferente do de Fama (1980).²⁴ Tal citação obriga-nos a um pequeno "desvio de rota". Assim, antes de prosseguirmos analisando o trabalho de Bernanke sobre a

²³ Devemos observar que esse seu trabalho é contemporâneo de trabalhos de referência sobre o funcionamento dos mercados de crédito escritos, por exemplo, por Stiglitz, e que serão analisados por nós logo a seguir.

²⁴ O referido trabalho chama-se *Banking in the Theory of Finance*. Mas a Hipótese dos Mercados Eficientes, de Eugene Fama, é ainda anterior. Aparece, por exemplo, em 1970, em artigo chamado "*Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work.*" *Journal of Finance*, citado por Reilly, F. e Brown, K. (1997). Ao longo do tempo essa hipótese virá a ser relaxada. O próprio Fama, em artigos posteriores, propõe a existência de formas fracas, semi-fortes e fortes (a original) da hipótese. Por exemplo, em "*Efficient Capital Markets:II*" *Journal of Finance*, 1991, também citado por Reilly, F. e Brown, K. (1997).

Grande Depressão, avaliaremos, brevemente, do que trata o citado artigo de Fama.

O modelo definido por Fama (1980) trata os intermediários financeiros – assim chamados por intermediarem poupança, ou fundos de empréstimos – como se operassem num mundo sem fricção, no qual o modelo de concorrência perfeita prevalece. É o que ficou conhecido na literatura como a Hipótese dos Mercados Eficientes. Esta é, sem dúvida, consoante com o teorema de Modigliani e Miller e, portanto, com a idéia de que as estruturas financeiras e de financiamento são irrelevantes. Nesse contexto, as principais funções dos bancos na “indústria de transações” seriam, em primeiro lugar, a manutenção de um sistema eficiente de pagamentos e recebimentos, no qual as transferências de riqueza são executadas contabilmente. A segunda função importante seria a de gerenciamento de *portfolio*.

Rigorosamente falando, esse é um modelo de mercados em que há informação completa e não há custos de transação. Os bancos são agentes que contribuem para a eficiência do sistema de pagamentos, sendo, no limite, gerenciadores passivos de *portfolios*. Isso ocorre porque um grande número de competidores, maximizadores de lucro, procuram ajustar, rapidamente, os preços dos títulos, à medida que recebem novas informações. Dessa forma, os preços dos títulos, em determinado momento, devem ser um reflexo não viesado de toda a informação correntemente disponível. Em consonância com os desenvolvimentos micro-macroeconômicos no âmbito do *mainstream*, que acompanharemos nesse capítulo, esse modelo de intermediação financeira virá a ser substituído como paradigma, já em meados da década de 80, inclusive por trabalhos posteriores do próprio Fama.

Voltando ao trabalho de Bernanke, esse usa, como já dissemos, um modelo de intermediação financeira alternativo ao de Fama (1980). Para Bernanke, os “poupadores” têm muitas alternativas para transferir recursos do presente para o futuro, sendo depósitos bancários apenas uma delas. A outra seria comprar títulos

diretamente no mercado. Os bancos, por sua vez, também teriam um menu de ativos para escolher. Mas Bernanke assume que os bancos especializam-se em fazer empréstimos para pequenos tomadores, cujo passivo seria muito pequeno para transformar-se em papéis diretamente transacionados no mercado. Cabe chamar a atenção para o fato de que o autor trabalha com a idéia de um mercado onde há, de um lado, poupadores — ofertantes de recursos —, de outro lado, demandantes e no meio, coerentemente, os intermediários financeiros. A idéia, por certo, é de um mercado de fundos de empréstimos.

Nesse modelo, o serviço desenvolvido pelo sistema bancário é o de diferenciação entre bons e maus tomadores de crédito. É o que o autor chama de “custo de intermediação” do crédito, o qual inclui seleção, monitoramento, bem como o custo de eventuais perdas. Para Bernanke, a função-objetivo dos bancos seria a minimização desse custo de intermediação, o que é feito pelo desenvolvimento de *expertise* na avaliação dos potenciais devedores, através do estabelecimento de relações de longo prazo com os clientes e do oferecimento de condições de empréstimos que encorajem os potenciais devedores a uma seleção favorável.

Mas o que tem isso a ver com a Grande Depressão? Na verdade, o autor precisou de um modelo alternativo sobre intermediação financeira para propor uma nova explicação à velha questão. Essa é de que os problemas no mercado bancário, acontecidos entre 1930 e 1933, desorganizaram o processo de alocação de crédito. O medo de que houvesse uma corrida aos bancos levou a saques expressivos, elevações precaucionárias na razão reserva-depósitos e a um desejo crescente, por parte dos bancos, por ativos de maior liquidez. Tais fatores, junto com as falências efetivas e com o próprio desvio de recursos do mercado bancário, elevaram o custo de intermediação de crédito. Essa contração na oferta de crédito fez com que, pela inibição ou impossibilidade de tomada de recursos por parte dos potenciais demandantes — que são, sobretudo, agentes de pequeno porte, sem acesso direto ao mercado de títulos — o sistema contraísse a intermediação.

Como o autor vincula os problemas do mercado de crédito com a economia “real”? Veremos que os argumentos lançados recuperam as contribuições de Gurley e Shaw (1955 e 1960) e Shaw (1973) e Mckinnon (1973), em torno da idéia de que o funcionamento imperfeito dos mercados financeiros – mercados de fundos de empréstimos – impede a eficiência da economia real. Há uma interferência no funcionamento eficiente dos mercados de fundos de empréstimo que, por essa via, afeta a demanda por bens na economia. Nos termos do autor:

“Por exemplo, se os fluxos de crédito são restringidos, devedores potenciais na economia podem não conseguir garantir recursos para empreender atividades ou investimentos compensadores; ao mesmo tempo, poupadores podem ter que dirigir seus recursos para usos inferiores...”

Um aumento no custo de intermediação de crédito reduz a quantidade total de bens e serviços atualmente demandados. Isto é, a curva de demanda agregada... é movida para baixo por uma crise financeira.” (Bernanke, 1983, p.267,68)

Concluindo, diz Bernanke que instituições econômicas – como os mercados de crédito – não são “um véu”. Podem, quando afetadas por um choque exógeno, ou quando vítimas de erros de política econômica, influir sobre os custos de transação e as alocações ótimas do mercado. Interessante observar que ele mantém-se coerente com o diagnóstico dos defensores da liberalização financeira, no que diz respeito às causas do mau funcionamento dos mercados de fundos de empréstimo, nos países do terceiro mundo.

2.4. Fundamento da teoria novokeynesiana sobre o mercado de crédito: o problema da assimetria de informações

Trabalho seminal na discussão acerca dos problemas trazidos pela assimetria de informações para o funcionamento dos mercados é o de Akerlof

(1970).²⁵ Grande parte das idéias que vieram a ser discutidas e progressivamente formalizadas nas décadas seguintes, relativamente ao funcionamento dos mercados de crédito, emanam desse trabalho. O argumento principal é de que a assimetria de informações entre ofertantes e demandantes, a respeito da qualidade do produto, pode causar disfunção no mercado.

“O argumento se desdobra da seguinte maneira: uma vez que os preços de mercado refletem as percepções dos compradores sobre a qualidade média do produto sendo vendido, vendedores de produtos de baixa qualidade (limões) vão receber um prêmio às custas daqueles vendendo produtos de alta qualidade. Esta distorção, por sua vez, vai afetar o nível de atividade do mercado; alguns vendedores de alta qualidade vão ficar de fora, possivelmente, até, impedindo a existência do mercado.”(Gertler, 1988, p. 569)

Akerlof afirma que a existência de bens de distintas qualidades coloca problemas interessantes e importantes para a teoria dos mercados. Em primeiro lugar porque isto, obviamente, força o abandono da concorrência perfeita, que tem como um de seus pressupostos a homogeneidade dos bens. Mas há outros problemas interessantes que o autor levanta. É possível explicar a origem de algumas instituições do mercado – e aí ele refere-se, explicitamente, ao mercado de trabalho – a partir da interação entre diferenças de qualidade e existência de incerteza. Pode-se, também, dar uma certa base teórica à afirmação corrente de que “fazer negócios nos países subdesenvolvidos é difícil”, pois seria dada uma “estrutura para avaliar os custos econômicos da desonestidade”, um problema particularmente sério nos países subdesenvolvidos...

O argumento, propriamente dito, é desenvolvido a partir da percepção de que há muitos mercados nos quais os compradores usam algum tipo de estatística

²⁵ O texto chama-se *The Market For “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism.*

para julgar a qualidade das futuras compras. Nesse caso, há incentivo para os vendedores que detêm produtos de baixa qualidade, uma vez que podem obter um retorno que deveria ser apropriado apenas pelos vendedores de bens de boa qualidade. Como resultado, tende a haver uma redução na qualidade média dos bens, bem como no tamanho dos mercados. Nesses casos, diz o autor, em que há há “falhas de mercado”, pode justificar-se a intervenção governamental.

O mercado que o autor escolhe para analisar e ilustrar seu argumento é o de carros usados. Nesse mercado, há bons e maus carros (estes são conhecidos nos EUA como *lemons*) e os consumidores não conseguem saber, a priori, a qualidade do carro. Mas são ambos, bons e maus carros, vendidos pelo mesmo preço, em função da existência de assimetria de informação: os vendedores têm mais informações sobre a qualidade do carro do que os compradores.

Interessante observar que já nesse trabalho pioneiro o autor propõe uma aplicação para o mercado de crédito, especificamente para o de países subdesenvolvidos. Estes, segundo Akerlof, refletiriam fortemente a operação do *lemon principle*. Conseqüentemente, a “poupança” não seria eficientemente canalizada, devido à existência de assimetria de informações.²⁶

Outro ponto apontado, que seria muito trabalhado na literatura novokeynesiana posterior, é sobre o papel de instituições que buscam neutralizar os efeitos da incerteza sobre a qualidade dos bens e serviços. Entre essas estão as garantias, que têm a finalidade de assegurar ao comprador uma qualidade esperada normal. Até porque, como diz Akerlof, essa discussão está centrada na questão da confiança. Garantias, tanto formais quanto informais, dependendo do caso, são pré-condições importantes para o comércio e a produção. Quando

²⁶ O caso em discussão no texto, no que diz respeito ao mercado de crédito, é a economia da Índia. O autor diz sobre esta: “na história econômica da Índia, é extraordinariamente difícil discernir se a poupança dos ricos proprietários de terra deixou de ser investida no setor industrial (1) devido a um temor de investir em empreendimentos controlados por outras comunidades, (2) devido às exageradas propensões a consumir, ou (3) devido às baixas taxas de retorno.” (Akerlof, 1970, p.498)

essas não são definidas, há uma interferência negativa nas transações econômicas.

A literatura posterior sobre as ineficiências do mercado de financiamento, como veremos, irá basicamente aplicar e desenvolver formalmente as idéias de Akerlof, de que o *lemons problem* pode distorcer o comportamento econômico ótimo.

2.5. Stigliz e a síntese do pensamento novokeynesiano sobre os mercados de crédito.

Vários desenvolvimentos teóricos, de caráter microeconômico, permitiram que os *insights* sobre assimetria de informações e seus reflexos sobre o mercado de crédito pudessem ser finalmente incorporados na literatura *mainstream*, devidamente formalizados. Conforme Gertler:

“Um tema básico do novo trabalho em economia da informação foi que as ineficiências nas transações poderiam surgir quando qualquer das partes envolvidas tivesse uma vantagem informacional; além disso, contratos – ou possivelmente outros tipos de recursos institucionais, como divulgação ou acompanhamento – podem ser desejáveis para estruturar incentivos que minimizem estas ineficiências. O aparato formal criado para analisar a negociação sob informação imperfeita estendeu-se, naturalmente, para o estudo dos mercados financeiros... Apenas em anos recentes esta abordagem tem sido amplamente aplicada na literatura macroeconômica.” (Gertler, 1988, p.568)

Contudo, antes de partirmos, propriamente, para os desenvolvimentos dessa literatura, uma observação deve ser feita. Conforme apontam Jaffee e Stiglitz (1990), alguns trabalhos anteriores a essa linha de pesquisa, que explora o racionamento no mercado de crédito centrada no problema de assimetria de

informações, já buscaram refletir sobre imperfeições no mercado de crédito, mas sem atentar para a questão informacional. Os autores arrolam, nessa sua pesquisa, desde economistas clássicos até o Keynes do *Treatise on Money*, que menciona a existência de uma “margem de tomadores de recursos não satisfeita”.²⁷ Mas para além dessas referências mais longínquas no tempo e de caráter mais, digamos, macroeconômico, Jaffee e Stiglitz (1990) queriam efetivamente referir-se a desenvolvimentos microeconômicos mais recentes, os quais preocuparam-se, especificamente, com aspectos teóricos do racionamento de crédito.

Trabalhos citados por eles, como os de Hodgman (1960), Freimer e Gordon (1965), Jaffee e Modigliani (1969), e Kane e Malkiel (1965), entre outros, enfatizam que há algumas características especiais, inerentes aos mercados de crédito: a probabilidade de *default* dos devedores, o uso de esquemas de classificação de devedores por parte dos bancos, e os relacionamentos exclusivos que emergem entre os bancos e os devedores. Essas ajudariam a explicar por que os bancos estabelecem taxas de juros abaixo da taxa que equilibraria o mercado, provocando o racionamento de crédito. Para Jaffee e Stiglitz (1990), há poucas dúvidas de que essas características são importantes e devem ser levadas em consideração para que se entenda o fenômeno do racionamento.

Contudo, os referidos trabalhos seriam insuficientes por não explicarem as origens dessas características — a imperfeição nas informações — como parte integrante de seus modelos. Daí que partem, a propósito, os modelos novokeynesianos. Esses buscariam explicar tanto o racionamento de crédito, quanto as características especiais desse mercado. A propósito, diz Stiglitz, em um *paper* de 1988, que a exploração das conseqüências das informações imperfeitas e custosas sobre o mercado de capitais teria sido um dos

²⁷ Interessante é não mencionarem, nessa sua pequena recuperação histórica do tema, autores como Gurley, Shaw e Mckinnon.

desenvolvimentos mais importantes da teoria econômica das décadas de 70 e 80.²⁸

Como dissemos na introdução desse capítulo, Stiglitz pode ser tomado como o autor representativo da vertente novokeynesiana que tem no mercado de crédito o centro de suas preocupações. A apresentação de alguns de seus trabalhos nos permite acompanhar a evolução do debate e da temática sobre a qual se desenvolve. Podemos começar nossa tarefa analisando *Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information*, um dos primeiros artigos escritos por Stiglitz sobre o tema – 1976 –, dessa vez em conjunto com Michael Rothschild.

Nesse trabalho, os autores dizem que a teoria econômica tradicional costumava, até então, relegar discussões sobre informação a notas de rodapé. Entendia que considerações sobre custos de comunicação e conhecimento imperfeito complicavam a análise, sem agregar poder explicativo. O trabalho dos autores, pelo contrário, propõe-se a analisar – e fazê-lo usando, obviamente, formalização matemática – mercados competitivos, nos quais as características das *commodities* transacionadas não são totalmente conhecidas para, pelo menos, um dos participantes da transação. Quando se considera a presença de informações imperfeitas, dizem os autores, algumas das mais fortes conclusões da teoria econômica convencional não se mantêm. Os autores irão demonstrar que, nessas circunstâncias, o equilíbrio pode não existir e que, quando existe, pode ter estranhas características, deixando de ser “Pareto-ótimo”.

O foco do artigo está sobre o mercado de seguros. Nesse mercado, o preço estabelecido não é um preço tal que todos os clientes podem comprar a quantidade que desejam. O interessante é que se os indivíduos tivessem disposição, ou fossem capazes de revelar suas informações, o resultado “social” poderia ser melhor. Pela sua própria existência, indivíduos de “alto risco” causam

²⁸ O trabalho chama-se *Money, Credit and Business Fluctuations*.

externalidade negativas nos mercados. Como consequência, indivíduos de “baixo risco”, que não conseguem ser diferenciados, submetem-se a condições piores do que as que existiriam na ausência dos mais arriscados.

As conclusões dessa análise, que busca compreender o funcionamento dos mercados nos quais há informação imperfeita e assimétrica, são de que o equilíbrio definido por um preço único e ótimo, que resultaria das análises tradicionais de mercados competitivos, não se mostra mais viável. Certamente, essas conclusões aplicam-se para além do mercado de seguros. Ainda de forma “impressionista”, os autores afirmam que existem outros mercados – particularmente os financeiros e de trabalho – nos quais a informação imperfeita e assimétrica joga um papel decisivo. “Suspeitam” que muitas das instituições peculiares desses mercados surgem como resposta às dificuldades derivadas do problema informacional. Para eles, a reafirmação (ou refutação) de tal conjectura parecia prover uma rica agenda de pesquisa futura. De fato, assim foi.

Em artigo muito influente, publicado em 1981, Stiglitz e Weiss já apresentam, formalmente, um conjunto de idéias bastante articuladas sobre o comportamento do mercado de crédito.²⁹ Nesse trabalho exploram, novamente, o problema da assimetria de informações no mercado de crédito: o mercado recusa-se a atender demandantes com características iguais a de outros que recebem os recursos. É importante, antes de tudo, precisar o conceito: *racionamento de crédito* é o que acontece quando, entre demandantes que parecem ser idênticos, alguns recebem os recursos e outros não. Os que são recusados não receberiam os recursos, mesmo que pagassem mais por isso. Vejamos em detalhes

Os autores começam o artigo perguntando, diretamente, por que o crédito é racionado. Tal evidência – a de que existe racionamento de crédito – viola a proposição fundamental da teoria econômica, de que o equilíbrio de mercado dá-se quando a oferta iguala a demanda, o que é atingido pela modificação de

²⁹ O trabalho chama-se *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*.

preços. Logo a seguir, argumentam que uma forma de explicar a existência de racionamento seria associá-la com um desequilíbrio de curto prazo, causado por algum choque exógeno. Ocorrendo esse, e dada a rigidez de preços, verificar-se-ia, por determinado período, o mau funcionamento dos mercados, sendo o racionamento – ou excesso de demanda de crédito – uma manifestação dessa disfunção, no curto prazo. Certamente, seria essa uma linha de explicações compatível com a lógica do “velho” keynesianismo.

Para outra linha de explicação, também compatível com as idéias esposadas pelo “velho” keynesianismo, o racionamento de crédito permanente, ou no longo prazo, seria tipicamente explicado pela existência de alguma forma de impedimento ao funcionamento normal dos mercados. Tal como pela vigência de leis de usura. Essa foi, como sabemos, a argumentação dos autores da tese da repressão financeira.

Stiglitz e Weiss, contudo, pretendem argumentar em outra linha. O objetivo do *paper* é demonstrar que, em equilíbrio, um mercado de crédito pode ser caracterizado pelo racionamento. Isso porque os bancos, ao fazerem empréstimos, estão interessados na taxa de juros que receberão e preocupados com os riscos associados a essa transação. Contudo – e este é um ponto importante –, a própria taxa de juros que o banco cobra afeta o risco da transação. Isso acontece tanto por fazer uma “seleção adversa” dos demandantes de crédito em potencial, quanto por afetar as ações dos devedores, que são difíceis (e ou custosas) de serem controladas – é o efeito “incentivo adverso”, também chamado de *moral hazard*. Ambos derivam, diretamente, da informação imperfeita residual que está presente no mercado, mesmo depois dos bancos terem avaliado os pedidos de empréstimos. Então, quando o preço (a taxa de juros) afeta a natureza das transações, ele pode não realizar o *clearing* do mercado. Vejamos isso com mais cuidado.

O *problema de seleção adversa* é uma consequência do fato dos diferentes demandantes de crédito terem probabilidades diferentes de honrarem seus

compromissos. O retorno esperado para o banco depende, obviamente, da probabilidade de pagamento dos empréstimos que concede. Por isso, o objetivo dos bancos é identificar os agentes que têm maior probabilidade de cumprir seus compromissos. Como é efetivamente difícil para os bancos fazer tal discriminação, a própria taxa de juros que um demandante de crédito está disposto a pagar funciona como uma ferramenta de seleção: os que estão dispostos a pagar taxas de juros mais elevadas devem ser, na média, clientes de maior risco. Por isso, à medida que a taxa eleva-se, o *mix* de clientes modifica-se adversamente. Os que estão dispostos a pagar taxas de juros mais elevadas o fazem por perceberem que sua probabilidade de pagamento é menor. É por isso que, nesse mercado, o preço (taxa de juros) não faz o *clearing*. Dizem Stiglitz e Weiss:

“A razão porque temos conseguido modelar os equilíbrios de excesso de demanda e excesso de oferta nos mercado de capitais é que a taxa de juros afeta, diretamente, a qualidade do empréstimo, de uma forma que importa para o banco. Outros modelos em que os preços são fixados competitivamente e nos quais equilíbrios sem *market clearing* existem compartilham a propriedade de que a qualidade esperada de uma *commodity* é uma função de seu preço”(1981, p.409)

Quanto ao chamado efeito *incentivo adverso*, “risco moral”, ou ainda *moral hazard*, a lógica do argumento é de que, à medida que a taxa de juros varia, o comportamento do devedor também se modifica. Isso porque uma elevação na taxa de juros – a qual, em mercados sem problemas informacionais, estabeleceria o *clearing* – traz como consequência, adversamente, uma tendência para a execução de projetos mais arriscados. Altas taxas de juros teriam o poder de induzir as firmas a executarem projetos com menor probabilidade de sucesso – o que, obviamente, não é do interesse dos bancos – mas que, se bem sucedidos, tenham retornos maiores. É claro que os credores poderiam tentar controlar tais ações “arriscadas” dos devedores, mas, nesse mundo onde as informações são imperfeitas e custosas, não conseguem fazê-lo completamente.

Por esses motivos, o retorno esperado do banco eleva-se, ainda que menos do que proporcionalmente, com a elevação da taxa de juros. Mas só até determinado ponto. A partir desse, tende a declinar. Nessa taxa ótima, que maximiza os retornos esperados do banco, a demanda por fundos excede a oferta. Ainda que não haja igualdade entre oferta e demanda, essa é a taxa de juros de equilíbrio.

Além da taxa de juros, outros termos do contrato são importantes e interferem no equilíbrio. Isso porque afetam tanto a seleção (*ex ante*) quanto o comportamento (*ex post*) dos agentes. O volume de recursos que está sendo emprestado, bem como o montante de garantias e de capital próprio que o banco exige dos depositantes, afetam os demandantes de crédito. Conseqüentemente, pode não ser lucrativo, por exemplo, exigir maiores garantias quando um banco tem excesso de demanda. Em síntese, a tese que defendem os autores é a de que, ainda que o racionamento não seja uma característica permanente do mercado de crédito, é uma situação que tende a ocorrer sob a vigência de hipóteses não implausíveis. Sendo assim, não há porque esperar que, em equilíbrio, o mercado aloque crédito para projetos que tenham as mais elevadas taxas de retorno esperadas.

A propósito, se a taxa de equilíbrio do banco for tal que faça com que todos os seus empréstimos sejam para projetos de risco, ainda que o retorno social esperado desses projetos seja menor que o de projetos menos arriscados, então justifica-se, nesse mercado, algum tipo de intervenção governamental. Segundo os autores, nesse caso, uma lei da usura, que proíba uma taxa de juros que exceda a taxa social ótima, elevaria o produto nacional. A propósito dessa argumentação, os autores citam o trabalho de Ordover e Weiss (1981) que demonstra, matematicamente, como intervenções governamentais de várias formas poderiam levar a alocação de crédito na direção de um ótimo de Pareto. Esses dizem textualmente que, no contexto desses mercados, forçar os bancos a emprestar, para todos os demandantes, a uma dada taxa de juros, elevaria o retorno social esperado. Outra proposição política é a imposição de impostos

proporcionais sobre os lucros dos que efetivamente obtiveram o crédito, transferindo-os para os depositantes. Com essa medida o governo poderia assegurar que a oferta de “fundos emprestáveis” ficaria inalterada por essa intervenção. Portanto, o retorno agregado dos investimentos melhoraria em função da melhor alocação de crédito.³⁰

Entendemos que, nesse momento, seria oportuno interromper a seqüência de apresentação do texto sobre o qual estamos debruçados para fazer uma análise mais detida sobre a idéia de Stiglitz a respeito do papel da moeda e do crédito nas economias modernas.³¹ Para o autor, mesmo em economias “primitivas” já há a necessidade do crédito – e, portanto, esse já assume importância, não devendo ser negado. Isso porque, mesmo em tais economias, já há transações não coincidentes temporalmente. Se é assim, o que não dizer então das economias contemporâneas! Stiglitz, criticando com uma certa graciosidade a teoria econômica *mainstream*, da qual é hoje um dos principais representantes, afirma que:

”Permanece cético quanto à relevância do ‘M’ tão amado tanto por economistas Keynesianos, quanto por monetaristas. A moeda como meio de troca é, senão irrelevante, muito perto de sê-lo. Não é a moeda que faz o mundo girar, mas o crédito” (1988, p.320)

Mais adiante diz, a respeito do papel dos bancos, que eles são, ao mesmo tempo, *social accountants* e selecionadores de crédito. Até porque, nas modernas economias, nas quais há separação entre os que realizam o empreendimento (ou, talvez fosse melhor dizer, entre aqueles que detêm espírito empreendedor) e os detentores de capital, essa função de selecionar os que merecem crédito é de extrema importância. Mas os bancos, para Stiglitz, não são meros

³⁰ Detalhe interessante, no que diz respeito ao mecanismo de transmissão da política monetária nesse contexto, é que, segundo os autores, se a política monetária for bem sucedida em deslocar a oferta de fundos, irá afetar o nível de investimento. Mas isso ocorreria não pelo mecanismo (indireto) da taxa de juros, e sim pelo mecanismo (direto) da disponibilidade do crédito.

intermediadores. Eles criam crédito. Então poderíamos dizer que, para esse autor, os bancos criam moeda de forma endógena, apesar de todas as dificuldades de incorporar tal noção nos marcos da teoria em que ele trabalha.³² Vejamos em suas próprias palavras:

“É notadamente difícil incorporar o crédito ao modelo padrão de equilíbrio geral. Crédito pode ser criado quase sem nenhuma contribuição de fatores convencionais, e pode ser destruído quase com a mesma facilidade. Não há forma fácil de representar a função oferta de crédito.

A razão para isto é simples: o crédito é baseado em informação... Mas não há um relacionamento simples entre estes custos econômicos e quantidade de crédito oferecida....

O modelo padrão de equilíbrio geral não apenas não ajuda a entender os mercados de crédito; ele tende a ser, realmente, enganoso. Ele é enganoso porque estamos predispostos a pensar no preço do crédito – a taxa de juros – como sendo um preço como qualquer outro, que varia para ajustar o mercado.

A taxa de juros não é como um preço convencional. É uma promessa de pagamento de um montante no futuro. Promessas são freqüentemente quebradas. Se isso não ocorresse, não haveria problemas quanto à determinação da qualidade de crédito.” (Stiglitz, 1988, p311-12)

Voltando ao texto anterior, dizem Stiglitz e Weiss (1981), genericamente, que a dita lei da oferta e da demanda não é de fato uma lei. Por isso não pode e não deve ser vista como um pressuposto para análises competitivas. É, isso sim,

³¹ Esse ponto está particularmente trabalhado em, por exemplo, *Money, Credit and Business Fluctuation*, publicado em 1988.

um resultado gerado a partir de hipóteses que fazem com que a variação de preços em um mercado não exerça nenhuma influência sobre esse mercado. Assim, o resultado obtido, de que a variação de preço faz o *clearing* do mercado, é específico de um modelo e, a propósito, de um modelo muito específico. Sendo assim, o racionamento de crédito não deveria ser visto como um resultado inusitado.

Outro trabalho bastante influente é *Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations*.³³ De autoria de Greenwald, Stiglitz e Weiss, o artigo começa, coerentemente, criticando os resultados tradicionais de *market clearing* da economia neoclássica e reafirmando que o trabalho faz parte de um programa de pesquisa que visa a desenvolver um conjunto de microfundamentos para a macroeconomia, baseados em informações imperfeitas. Só que o foco, dessa vez, sai do mercado de crédito e vai para o mercado de capitais. Melhor dizendo, vai para a interação entre eles.

Os autores trabalham, explicitamente, sobre a teoria do investimento de Keynes. Procuram vincular, enfim, suas reflexões contemporâneas sobre os problemas nos mercados de crédito e de capitais com as idéias originais de Keynes sobre o investimento. Sua hipótese é de que Keynes estava correto quanto à importância das flutuações no investimento, para explicar as flutuações no produto, mas foi incorreta – ou pelo menos insuficiente – sua análise a respeito dos determinantes do investimento.

Seriam três os aspectos problemáticos da teoria do investimento de Keynes. Em primeiro lugar, porque uma situação de armadilha da liquidez, na qual a taxa de juros não cai, é muito peculiar. Além disso, as pesquisas sugerem que a decisão de investimento da firma não seria particularmente sensível às taxas de juros que pagam. O terceiro ponto crítico é que sempre pareceu difícil explicar a

³² Vale notar que nem todos os novokeynesianos que trabalham com modelos de racionamento de crédito têm essa visão sobre endogenia do crédito. Muitos apontam que os bancos são, explicitamente, intermediadores de fundos emprestáveis.

magnitude das flutuações no investimento em termos das magnitudes observadas de variação nas taxas de juros, de salários e preços, a não ser que se considere as firmas muito avessas ao risco. É difícil conciliar uma aversão ao risco muito pronunciada, por parte das firmas, com um funcionamento ótimo do mercado de capitais.

O argumento dos autores, por sua vez, é que muitas firmas enfrentam restrições de crédito. É a disponibilidade do crédito, e não o preço que pagam por esse, que restringe seus investimentos, ou reduzem sua produção – no caso de terem seu capital de giro restringido. Ressaltam, enfim, a importância do mecanismo de transmissão direto, isto é, via crédito. Mesmo as firmas que não enfrentam constrangimentos no mercado de crédito podem sofrer um aumento efetivo no custo do capital, o que as induziria a restringir o investimento.

Antes de partir, propriamente, para uma análise do mercado de capitais (*equity*), os autores retornam ao mercado de crédito, reafirmando a existência de racionamento, em função dos problemas informacionais já conhecidos: seleção adversa e efeito incentivo adverso, ou *moral hazard*. Mas o vínculo interessante que fazem agora é entre o comportamento sub-ótimo do mercado de crédito e a existência de ciclos econômicos.³⁴ Isso porque a probabilidade e a severidade de um racionamento de crédito podem aumentar independentemente de uma elevação nas taxas de juros. Pode-se esperar uma elevação no racionamento de crédito tanto por conta de uma elevação na incerteza, no que diz respeito aos retornos futuros da firma, quanto por um aumento nas perdas efetivas associadas a falências. Nesse caso, inclusive, uma política econômica que pretenda elevar o investimento baseando-se numa redução nas taxas de juros pode ser inócua, pois não há insuficiência de demanda por crédito. Antes, seria o contrário! A política apropriada então, nessa circunstância, é uma que eleve a disponibilidade de crédito, mesmo sem afetar a taxa de juros.

³³ Publicado na *American Economic Review*, em 1984.

Contudo, basear uma teoria das flutuações cíclicas do investimento em racionamento de crédito tem duas objeções. Para livrar-se delas, é preciso explicar, em primeiro lugar, por que as firmas que enfrentam restrições no mercado de crédito não captam recursos diretamente no mercado de capitais, particularmente no mercado de ações. Por isso, um complemento necessário da teoria do racionamento de crédito é uma teoria que trate das imperfeições informacionais do mercado de ações. Por fim, também é preciso explicar por que firmas que, aparentemente, não enfrentam racionamento de crédito, também reduzem seus investimentos.

A capacidade da firma de obter recursos no mercado acionário é também limitada por problemas informacionais. Primeiramente, porque o problema de incentivo adverso – *moral hazard* – tenderia a intensificar-se quando uma firma é financiada via ações. Isso porque os gerentes têm, sob essa forma de financiamento, motivos menores para esforçar-se por bons resultados, relativamente aos esforços que fazem no caso de terem que arcar com custos de falência, associados ao endividamento. Além disso, os bancos, quando emprestam recursos, têm algumas vezes um poder disciplinador um pouco maior que o dos acionistas, que lhes é dado pela possibilidade de resgatar seus recursos.

Em segundo lugar, um efeito sinalização, dado pelo nível de endividamento, influi sobre o acesso da firma ao mercado acionário. Isso porque um alto nível de endividamento pode ser percebido pelo mercado acionário como um sinal positivo, um sinal de qualidade da firma. Sinalização adversa é dada ao mercado de capitais pelas firmas que não foram selecionadas pelo mercado de crédito. Por isso, seriam percebidas como tendo qualidade inferior, o que reduziria, coerentemente, seu valor de mercado. A conclusão óbvia dessa análise é de que o teorema de Modigliani e Miller não mais se aplica se entendermos que os

³⁴ E voltamos aqui, já plenamente dotados do aparato conceitual, aos pontos trabalhados intuitivamente, no início dessa nova fase da teoria econômica, por Mishkin (1978) e Bernanke (1983).

mercados de capitais não são perfeitos. Se há assimetria de informação, os mercados não são, obviamente, perfeitos. Afetam a estrutura financeira (o custo de capital) das firmas, ao afetarem seu valor de mercado.

Essas, de um lado, não podendo recorrer alternativa e livremente aos mercados de crédito e de capitais, não podem mais livrar-se dos riscos que enfrentam. Os detentores de suas dívidas, por sua vez, também não conseguem mais distribuir seus riscos amplamente na economia. Por isso, coerentemente, as firmas deixam de ser neutras relativamente ao risco. Sua estrutura de financiamento passa a ser importante.

Para finalizar essa seção cumpre ainda observar, resgatando algo que já assinalamos anteriormente, que a essa literatura dominante no *mainstream* correspondem novos modelos de intermediação financeira, não mais associados à “velha” Hipótese dos Mercados Eficientes. Em *What’s different about banks*, Fama (1985) diz que deve haver algo especial, relativamente aos bancos, que faz com que seus clientes estejam dispostos a pagar taxas mais elevadas do que pagam nos mercados de títulos para riscos equivalentes. A conclusão do autor é de que para alguns indivíduos e organizações, especialmente de pequeno porte, os custos totais de contratar o que chama de *inside loans*, como empréstimos bancários – que basicamente coincidem com as taxas de juros – são menores que os custos totais de emissão de *outside debts*. Estes incluem, além das taxas de juros, custos legais, informacionais etc. Provavelmente porque as informações de que dispõem os bancos a respeito dos devedores, para os quais muitas vezes fornece crédito de curto prazo, pode rebaixar os custos do contrato. Do lado da oferta, o que faria com que os bancos pudessem emprestar, em muitos casos, a custos inferiores, seria o fato de que os devedores do banco são também, quase sempre, depositantes. Isso dá ao banco vantagens informacionais comparativas, relativamente ao mercado de títulos de dívida direta.³⁵

³⁵ Gertler (1988) faz uma pequena resenha dos desenvolvimentos dessa literatura, que inclui textos como os de Diamond (1984), Boyd e Prescott (1986), Moore (1987), Morgan (1987), Diamond e Dybvig (1983), Bhattacharya e Gale (1987), Bernanke e Gertler (1987a) etc.

2.6. Conclusão: problemas no mercado de crédito nos países menos desenvolvidos

Finalizando esse capítulo, julgamos oportuno discutir um trabalho no qual Stiglitz faz uma análise aplicada, tratando dos mercados de crédito dos países menos desenvolvidos. Fazemos isso em detrimento de uma eventual “recuperação” das idéias principais que foram arroladas ao longo capítulo – procedimento, esse, que havíamos adotado no capítulo anterior. Essa opção deve-se ao fato de pretendermos, nessa conclusão, fazer já um vínculo com o tema do próximo capítulo, quando trataremos das políticas financeiras que o “*mainstream*” recomenda para as economias menos desenvolvidas.

Em *Markets, Market Failures, and Development*, a questão do desenvolvimento econômico e, conseqüentemente, da disparidade entre as economias, é abordada.³⁶ Stiglitz inicia afirmando que a resposta tradicionalmente dada a essa questão – da disparidade econômica entre os países –, nos anos 50 e 60, era sustentada na idéia de dotação de fatores. Os países pobres eram os que não dispunham de capital, físico e humano. A solução era fazer-lhes uma transferência de capital, direta ou por meio de educação, ou incentivá-los a “poupar” mais.

Contudo, tal análise e as prescrições dela derivadas foram perdendo confiabilidade, porque fenômenos que deveriam emergir de tal sorte de desequilíbrios não se verificavam. Por exemplo, contrariamente ao previsto, os capitais não tendiam a fluir para os países nos quais havia a suposta insuficiência de capital e, por isso, onde ele deveria ser mais bem remunerado. Analogamente, se havia insuficiência de trabalhadores qualificados nos países pobres, esses deveriam ser mais bem remunerados do que seus equivalentes em países desenvolvidos. Não era isso o que se observava. Tais observações sugeririam, então, que as diferenças entre os países deveriam residir em (pelo menos) outros

³⁶ Publicado na *American Economic Review*, em maio de 1989.

aspectos importantes. O autor sugere que tais diferenças podem ser atribuídas às diferentes instituições que fazem a mediação entre os agentes, nesses diferentes países. Os mercados entre elas.

A literatura tradicional já reconheceria a existência de falhas de mercado importantes e disseminadas nos países desenvolvidos. Em alguns casos, falhas de mercado podem ser melhoradas através de instituições não governamentais. Se, por exemplo, os mercados de capitais não funcionam eficientemente, em função de assimetria de informações, então *nonmarket institutions* (como, por exemplo, a internalização de “braços” financeiros dentro de grandes conglomerados) podem desenvolver-se. Ainda que, algumas vezes, tais instituições extra mercado possam não só não melhorar as ineficiências do mercado, como possam vir a exacerbá-las. Mas e quanto aos LDCs (*Last Developed Countries*)? Segundo Stiglitz, falhas de mercado são mais predominantes nos países menos desenvolvidos. As instituições extra mercado – que, em princípio, poderiam amenizar suas conseqüências – tenderiam, pelo menos em muitos casos, a não serem bem sucedidas em fazê-lo.

No que diz respeito às imperfeições do mercado de financiamento, já sabemos que, mesmo nas economias desenvolvidas, eles não funcionam como nos modelos de concorrência perfeita. O resultado de tal imperfeição é um racionamento, tanto no mercado de crédito, quanto no mercado de ações (mercado de capitais). O que implica que as firmas não podem diversificar os riscos. São, por isso, avessas ao risco. O resultado é que respondem a choques adversos – decorrentes, por exemplo, de instabilidade nos mercados de produto –, por exemplo, intensificando sua aversão ao risco, nos mercados de financiamento. O que implica uma diminuição nos seus investimentos e até na produção.

A peculiaridade dos países menos desenvolvidos é que nesses o ambiente seria mais arriscado. Por isso seriam os mercados ainda menos eficientes. No que diz respeito aos mercados de financiamento, os problemas informacionais são maiores. Portanto, os resultados desses problemas, em termos de racionamento,

também são maiores. A aversão ao risco por parte das firmas, coerentemente, também é maior. A teoria prevê que, nessas circunstâncias, as firmas tenderão a recorrer mais profundamente ao autofinanciamento.

Outra peculiaridade é que, nas economias menos desenvolvidas, por problemas de escala, não se criam algumas instituições extra mercado que existem nos países desenvolvidos. Nestes, elas ajudam a minimizar os problemas de ineficiência. Um exemplo são as mega corporações que, nos países desenvolvidos, internalizam unidades financeiras. A conclusão, enfim, é que os países menos desenvolvidos teriam uma dupla desvantagem, relativamente aos desenvolvidos: problemas maiores nos mercados, e menor capacidade de responder a eles. Outra desvantagem comparativa é que nesses países, segundo Stiglitz, as instituições que coletam, avaliam e disseminam informação são, provavelmente, muito menos desenvolvidas.

Mas quais seriam, então, as orientações de política econômica que emanariam dessa análise? Para o autor, as diferenças entre países com diferentes graus de desenvolvimento residem, sobretudo, em termos da sua organização econômica. Então, coerentemente, o primeiro item da agenda está numa melhor compreensão dos aspectos microeconômicos desses países. Mas a política efetiva que sugere adotar nos países menos desenvolvidos é radicalmente distinta da que sugere para países desenvolvidos. Vejamos o que diz, textualmente:

“Enquanto as falhas de mercado com as quais eu tenho me preocupado oferecem, efetivamente, uma racionalidade para vários tipos de intervenção do governo, os governos enfrentam problemas de informação e de incentivo não menores do que enfrenta o setor privado. Pode ser arriscado o governo ir onde o mercado teme ir: racionamento de crédito nos mercados de capitais privados não sugere, necessariamente, um papel para o governo como provedor de crédito. Ele pode, efetivamente, estar em uma situação

desvantajosa, tanto em identificar interessados, quanto em acompanhar os empréstimos... Em algumas situações, como a do mercado de capitais imperfeito, eu suspeito que deve haver pouco espaço para a intervenção do governo.³⁷

As falhas de mercado são particularmente disseminadas nos LDCs. Uma boa política requer identificá-las, questionando o que pode ser diretamente atacado para fazer os mercados funcionarem mais eficientemente (e em particular, reduzindo barreiras impostas pelo governo ao eficiente funcionamento dos mercados), e o que não pode. Precisamos identificar quais falhas de mercado podem ser melhoradas através de instituições extra mercado (talvez com o governo assumindo um papel instrumental em estabelecer tais instituições). Precisamos reconhecer tanto os limites quanto a força dos mercados, assim como a força e os limites das intervenções do governo, que visam a corrigir falhas de mercado.” (Stiglitz, 1989, p.202)

Depois disso cumpre observar que, não obstante algumas modificações no tratamento teórico da questão do financiamento, no âmbito do pensamento convencional, parecem muito menos notáveis as modificações quando se trata de propor soluções para a questão do financiamento nos países menos desenvolvidos. Deduzimos, então, nossa hipótese-chave, a ser testada no próximo – e último – capítulo. Investigaremos se as mudanças metodológicas e formais na teoria macroeconômica, no que diz respeito ao financiamento, manifestam-se no âmbito da política econômica. O que nos ajudará a refletir, na conclusão desse trabalho, sobre a natureza das modificações que ocorreram no plano da teoria pura.

³⁷ O próprio autor diz que conclui isso a despeito de resultado que deduz em outros trabalhos nos quais mostra que, em princípio, há “melhorias Paretianas” derivadas da intervenção governamental!

3. POLÍTICA FINANCEIRA NA ÓTICA *MAINSTREAM*

3.1. Introdução

Do ponto de vista teórico, como já vimos, a idéia da repressão financeira tem origem nos anos 50, nos trabalhos de Gurley e Shaw. Até então, o tema do financiamento vinha sendo negligenciado no *mainstream*. Preservando a idéia clássica de um mercado de fundos de empréstimos, concluíram que sem um bom funcionamento desse mercado, sem um leque de ativos diversificado e proporcional ao volume de poupança gerado pelas unidades superavitárias, dificulta-se o processo de endividamento.

A novidade trazida pelo trabalho posterior de Shaw e Mckinnon, em 1973, é o foco sobre as economias subdesenvolvidas e a necessidade de admitir que, diante dos problemas que apresentam, é preciso abrir mão da concorrência perfeita. Contudo, abre-se mão não como um “ponto de chegada”, isto é, como o estágio que se deverá alcançar, ou mesmo como um paradigma. Afinal, é um mercado competitivo – ou que tenda a ser – o objetivo último das medidas de liberalização. O que se faz é admitir, ao analisar os chamados *Last Developed Countries*, que seus mercados são imperfeitos, ao mesmo tempo em que apontam-se as causas da suposta imperfeição e os meios para superá-la.

No âmbito teórico, o debate deslocou-se, nos anos 80, do tema da repressão financeira para o do racionamento de crédito. Contudo, só é possível apontar para essa trajetória quando temos clareza de que estamos estabelecendo o debate a partir do ponto de vista de um país subdesenvolvido. Isso porque a teoria da repressão, que surgiu no âmbito do *mainstream*, mostra coincidências com o modelo do racionamento do crédito, mas não deixa de ser uma teoria circunscrita no espaço: economias subdesenvolvidas, especialmente as latino-

americanas. Não havia por certo, nos anos 70, uma discussão em torno do problema da repressão financeira das economias desenvolvidas. Já o problema do racionamento, segundo os novos keynesianos, é inerente aos mercados de crédito, o que o torna, em princípio, independente do espaço, ainda que possa ter graus distintos nas diferentes economias.

Antes de prosseguirmos nossa investigação, dentro do escopo que definimos, faz-se necessário um esclarecimento. Ainda que haja coincidência temporal – e, por que não dizer, também uma coincidência “ideológica” entre os fenômenos – entendemos adequado separar duas ordens de acontecimentos. São estes: o *fenômeno da liberalização financeira*, que aconteceu nos países subdesenvolvidos a partir do final da década de 70 – devidamente orientado pelo diagnóstico teórico da repressão financeira e “incentivado” por instituições como o Banco Mundial –, e o *fenômeno de desregulamentação financeira*, acontecido nos países desenvolvidos, também a partir dos anos 70. Até porque esse é também, muitas vezes, denominado de liberalização financeira. É importante fazer tal dissociação entre os fenômenos porque, caso estes sejam “confundidos”, é natural que haja também uma “confusão” no âmbito da política, sendo possível que se queira justificar a “liberalização”, prescrita aos países menos desenvolvidos, associando-a ao fenômeno, contemporâneo, mas peculiar, ocorrido nos países desenvolvidos.

A desregulamentação que ocorreu, em graus distintos, nas economias desenvolvidas, correspondeu a uma flexibilização das regras de funcionamento do sistema financeiro. Em realidade, as principais alterações regulatórias estiveram relacionadas à estrutura dos mercados, isto é, à segmentação tradicional destes mercados, de acordo com o tipo de produto e/ou área geográfica de operação.

Entre os fatores que contribuíram para este processo podemos citar, primeiramente, as altas taxas de juros e sua grande volatilidade, trazidas pelo elevado nível de inflação nas economias centrais, a partir dos anos 70. Isso incentivou os aplicadores a procurarem taxas de retorno maiores do que as

proporcionadas pelas aplicações em bancos. Como resultado, aumentou a pressão do sistema bancário sobre as autoridades monetárias para que diminuíssem as restrições impostas ao seu funcionamento, a fim de que pudesse manter-se competitivo no mercado.

Outro fator, de extrema importância, foi a melhoria na tecnologia de informação e nas comunicações em geral, que acabou derrubando muitas barreiras à concorrência. Com isso, operações financeiras entre agentes distantes tornaram-se (quase) tão eficientes quanto as que se dão entre agentes próximos. Por último, a própria intensificação da integração comercial e financeira, a partir da década de 70, fazendo com que instituições financeiras passassem a enfrentar concorrentes de outros países e/ou continentes.

A literatura da área aponta, ainda, outros fatores que impulsionaram a desregulamentação financeira. Primeiro, a perda de credibilidade dos bancos em função da crise da dívida externa dos países subdesenvolvidos, nos anos 70, que levou os aplicadores a preferirem os mercados de títulos. Diante disso, acirrou-se a concorrência entre as instituições bancárias e não bancárias, e aumentou a pressão das primeiras para que fossem abolidas algumas regras que limitavam sua atuação. Neste contexto, cresceram de importância os chamados investidores institucionais. Outro fator importante na desregulamentação do setor relaciona-se às crescentes exigências dos bancos centrais quanto ao nível de capitalização das instituições bancárias, as quais acabam impondo maiores restrições às suas operações, levando ao encarecimento do crédito e estimulando os tomadores a procurar formas mais baratas de financiamento. Para fugir a estas restrições, os bancos passaram a desenvolver as chamadas operações fora-de-balanço (*off balance*). Passaram a ser mais do que bancos comerciais, sem deixar de sê-lo, exercendo funções típicas de bancos de negócios, ou bancos de investimento.

Diferenciadas a desregulamentação, ocorrida nos países centrais, da liberalização, ocorrida nos países periféricos, voltamos à seqüência do debate que nos interessa: repressão financeira – racionamento de crédito. Sabemos que, com

o advento do novokeynesianismo, coube às imperfeições nos mercados a explicação para a inexistência do pleno emprego. A idéia-chave é que existem problemas informacionais nos mercados de financiamento. Problemas, esses, que os tornam incapazes de estabelecer o equilíbrio ótimo convencional, o chamado *market clearing*. O resultado é a presença constante de racionamento, isto é, excesso de demanda de crédito.

Sabemos que a teoria é – ou deveria ser – não só um instrumento para compreender a realidade, mas também, a partir daí, uma ferramenta para elaborar políticas que permitam interferir sobre o mundo real. Não seria diferente no que diz respeito às teorias que tratam dos problemas do financiamento. Repressão financeira e racionamento de crédito – teorias do *mainstream* – informam a política econômica prescrita pelo Banco Mundial – uma instituição caracterizada pela presença de economistas alinhados ao *mainstream*.³⁸ Parece-nos relevante analisar como essas idéias – repressão e racionamento – passaram do âmbito teórico para o da aplicação. Reforçam-se as coincidências? Excluem-se? Complementam-se? Perfazem uma estratégia única? Caracterizam uma ruptura nas políticas propostas pelo Banco Mundial?

O objetivo desse capítulo é discutir como essas duas teorias – a da repressão financeira e do racionamento de crédito – são aplicadas no âmbito dos trabalhos do Banco Mundial.³⁹ Uma análise da política financeira recomendada no âmbito do *mainstream* irá em defesa da nossa tese de que, muito mais do que uma ruptura, a teoria do repressão financeira e o modelo novokeynesiano do racionamento de crédito representam uma continuidade. Respeitadas algumas sutilezas, a proposta continua sendo a de liberalizar os mercados financeiros na periferia.

³⁸ Na falta de um posicionamento oficial explícito dessa instituição a respeito dos fundamentos teóricos que orientam suas ações, sentimo-nos autorizados a concluir que esses estão expressos nos documentos escritos por membros de seu *staff* e ou de sua diretoria e na literatura típica a que esses documentos remetem.

³⁹ Como veremos a seguir, para fazer tal discussão analisamos também trabalhos que não são de autoria do Banco Mundial, por entender que elas ajudam a compreender o quadro maior de avaliação “política” que vai se delineando, o que nos permite criticá-lo.

3.2. Breves considerações sobre o Banco Mundial

Escolhemos o Banco Mundial como instituição representativa da formulação de política econômica no *mainstream* por sabermos de sua importância no cenário econômico mundial, que vai muito além do volume de recursos que libera para financiamentos de projetos e programas. Conforme apontam Lichtensztein e Baer:

“desde as suas concepções teóricas até sua gestão financiadora, o Banco desempenhou um determinado papel nos processos de desenvolvimento dos nossos países [em função] dos condicionamentos impostos pela sua política aos processos de desenvolvimento econômico.

No caso do Banco, os condicionamentos têm, como é lógico, um conteúdo expressamente econômico; não obstante, em diferentes momentos de sua história... ultrapassou os limites convencionais de política econômica para refletir interesses ou objetivos explicitamente políticos. Nessas situações, o Banco Mundial deixou transparecer que nunca foi exclusivamente uma instituição financeira, mas que, na medida de sua importância, tem sido também um componente da estrutura política internacional.” (1987, p.230)

Segundo os citados autores, durante seus primeiros vinte anos, o Banco viu na infra-estrutura básica – que deveria ajudar a prover, juntamente com os governos locais – uma condição para, primeiramente, auxiliar no processo de reconstrução dos países europeus. Em seguida, voltou-se para a dinamização do processo de desenvolvimento dos países atrasados, concebido como um processo de transformação de uma economia tradicional, primária, para uma economia industrial. Nesse período, sua atividade foi muito próxima a de um banco comercial.

Indícios de uma primeira mudança significativa na concepção teórica do Banco surgem em 1969, com uma crítica explícita às distorções produzidas pelo tipo de crescimento econômico que vinha se dando nos países subdesenvolvidos. Haveria uma ênfase excessiva na necessidade de industrialização, com o correlato “fechamento” dessas economias, o que as teria tornado pouco competitivas internacionalmente. Nesse período, o Banco tendeu a emprestar sobre a base de programas, não apenas setoriais, mas de alcance macroeconômico, que condicionavam sua atividade. Foi a partir desse período que o Banco Mundial apresentou maior audácia teórica e ideológica.

Nos anos 80 – quando, como veremos, faz-se a crítica das experiências de liberalização financeira – à luz da crise da dívida externa dos países subdesenvolvidos, o Banco aprofundou ainda mais esse enfoque. Muito mais que a modernização e expansão da capacidade produtiva, tornava-se necessário otimizar o processo de alocação dos recursos escassos, para cumprir os compromissos externos. A política de ajustes estruturais compreendia desde a liberalização comercial até a promoção – ou, em alguns casos, o aprofundamento – das chamadas reformas institucionais. Essas compreendiam políticas de melhoria da rentabilidade e eficiência das empresas públicas, e o efetivo estabelecimento – para os que ainda não o tinham feito – de uma política de taxas de juros reais positivas que cooperasse para incrementar a intermediação bancária.

Segundo Lichtensztein e Baer (1987), durante os anos 80, na era Reagan, o controle político dos Estados Unidos sobre o Banco Mundial recrudesce. Do ponto de vista desse país, o papel fundamental do Banco deveria ser o condicionamento das políticas dos países subdesenvolvidos à crescente abertura comercial, produtiva e financeira. É também a partir desse período que se estreitam os laços do Banco Mundial com o sistema bancário privado internacional. Em suas palavras:

”Com persistência, porta-vozes do governo dos Estados Unidos haviam criticado a instituição, tanto pela sua inclinação de emprestar aos governos ou a empresas públicas, como por facilitar recursos a países que propugnam por processos de desenvolvimento que... são considerados favoráveis a regimes socialistas ou com excessiva ingerência estatal.”(Lichtensztein e Baer, 1987, p.165)

3.3. Dimensão política da teoria da repressão financeira: crítica ao desenvolvimentismo

Como vimos anteriormente, a teoria da repressão financeira confere um papel central aos mercados de financiamento. Seria essa repressão a fonte primária de distorções nas economias subdesenvolvidas. Sua liberalização, ao assegurar a vigência de um preço correto nesse mercado, permitiria a eficácia dos outros mercados, levando ao uso mais eficiente de fatores. Com isso, elimina-se a necessidade de interferências de caráter político.

Fazendo uma reflexão interessante sobre o que as “instituições de Washington” poderiam prescrever, em termos de uma “política financeira para o desenvolvimento”, antes do advento da teoria da repressão, diz um de seus autores:

“Algumas teorias do desenvolvimento parecem ter sido definidas para um mundo de escambo. Em outros modelos, o financiamento é passivo e seu aprofundamento é o resultado do crescimento acelerado da economia real... Como um guia para o desenvolvimento prático... dá pouca atenção, usualmente, à questão financeira. As linhas mestras que agências internacionais, como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, sugerem

para o desenvolvimento são específicas para as finanças públicas, através do orçamento fiscal, e para as finanças internacionais, através do balanço de pagamentos, mas tipicamente há pouco nelas quanto aos objetivos e às técnicas de aprofundamento financeiro.” (Shaw, 1973, p.3-4)

A leitura possível e devida, não só a partir dessa passagem, mas também a partir da verificação da discussão que faremos a seguir, é que a teoria da repressão financeira apresenta-se como a primeira teoria *mainstream* com foco sobre o problema do financiamento e com uma orientação explícita de política para atuação sobre os mercados financeiros das economias subdesenvolvidas. Não há dúvida de que, nesse sentido, logrou atingir seus intentos. Sua importância foi além do âmbito estritamente acadêmico, desempenhando papel fundamental na esfera de política econômica. Sobretudo, quando se tratou de recomendar políticas para o chamado mundo subdesenvolvido e, especificamente, para a América Latina.⁴⁰

Conforme já dissemos, o foco dos trabalhos de Shaw e Mckinnon, no início dos anos 70, já estava ajustado aos chamados *Last Developed Countries*. Os autores, baseando-se em estudos comparativos entre a América Latina e o Sudeste Asiático, argumentam que o crescimento das economias latino-americanas vinha sendo bloqueado por políticas econômicas de enfoque cepalino. Essas políticas eram coerentes com uma tradição de pensamento que apontava a instabilidade dessas economias como sendo “importada”, muito mais do que gerada internamente. Concebendo também as economias “centrais” como intrinsecamente instáveis, esse “estranho pensamento de origem local” postulava que a instabilidade, inerente às economias capitalistas, intensificava-se nas economias “periféricas”, em função das características dos bens que transacionam e da vulnerabilidade de seus balanços externos.

⁴⁰ Apenas para evidenciar, citamos um trabalho de Honohan (1999) – trata-se de um *Draft Concept Paper* para um Projeto de Pesquisa do Banco Mundial – no qual o autor diz, textualmente, que o Banco mundial tem patrocinado ativamente a liberalização financeira em economias em desenvolvimento e em transição.

Qual a resposta de Shaw a essa concepção? Sem negar uma pequena dose de instabilidade internalizada, entende que essa seria minimizada nos países que permitissem a flutuação de preços – taxas de câmbio, taxas de juros – como forma de responder às oscilações no mercado e gerar uma poupança para ser investida. Continuando a questionar as idéias “alternativas” a respeito do desenvolvimento vigentes na América Latina, diz Edward Shaw:

“Há uma segunda explicação para a instabilidade em economias atrasadas que culpa o mundo externo. Essa diz que uma economia que é aberta submete-se, necessariamente, à interferência externa em sua política doméstica. As regras que ela tem de aceitar, para integrar a comunidade internacional de comércio, são incompatíveis com a estrutura dos seus mercados... Políticas monetárias e outras, que podem funcionar em economias avançadas, seriam inadequadas, segundo essa linha de argumentação, para uma economia atrasada, e parte de sua instabilidade é uma reação alérgica.

Há, também, alguma substância neste argumento. Agências internacionais e credores externos têm feito exigências não razoáveis. Dentre as condições para a assistência a uma economia atrasada com problemas, eles enfatizam excessivamente as restrições, e muito pouco as reformas fiscal, financeira e comercial... Não há nenhuma peculiaridade estrutural numa economia atrasada que requeira uma terapia especial.”(Shaw, 1973, p.232-3)

Essa passagem é, na íntegra, extremamente relevante. Mas nos interessa agora chamar atenção para um ponto específico, qual seja, que ao responder à visão dos críticos latino-americanos, o autor explicita a percepção de que não há nada de substancialmente diferente nas economias subdesenvolvidas que

justifique serem tratadas de forma distinta. Não há peculiaridade. As idéias, os conceitos, não têm lugar, estando, por isso, sempre em seu devido lugar.

Assim sendo, na visão associada à teoria da repressão financeira, a “resposta adversa” dessas economias aos eventuais choques é fruto não de uma “especificidade histórico-estrutural”, mas de políticas econômicas reais. Essas foram formuladas, por sua vez, a partir da concepção – segundo Shaw – equivocada de que o processo de desenvolvimento capitalista é diferenciado no tempo e espaço. Foram tais políticas que, por interferirem no livre funcionamento das forças de mercado, tornaram mais instáveis e bloquearam o crescimento dessas economias, no longo prazo. Impediram, assim, que alcançassem o estágio do desenvolvimento.

3.4. O debate dos anos 80 sobre liberalização financeira

Alguns países da América do Sul – notadamente Chile, Argentina e Uruguai – adotaram, a partir de meados da década de 70, medidas de política econômica fortemente “inspiradas” pela teoria da repressão/liberalização. Desde o início dos anos 80, quando os resultados negativos – cuja face mais evidente foram as crises bancárias – começaram a se fazer notar, muito já se discutiu a respeito dos acertos e desacertos dessas medidas. O debate, como não é difícil imaginar, não logrou uma resposta consensual e ainda está longe do fim. Mas pelo menos numa coisa parecem estar todos de acordo: por algum, ou vários motivos, não foi possível, através da implantação do conjunto de medidas liberalizantes, atingir-se um funcionamento ótimo dos mercados financeiros.

Rigorosamente, fez parte do paradigma da liberalização um conjunto mais amplo de medidas além daquelas estritamente relacionadas ao problema da repressão financeira. Tais medidas, como vimos, estavam de acordo com a “nova concepção de desenvolvimento econômico” que emanava do Banco Mundial. Eram desenhadas para, supostamente, recuperar a “poupança” do setor público, através dos necessários ajustes fiscais que eliminariam a dependência de

financiamento extra-tributário, ao mesmo tempo em que, elevando as taxas de juros reais, estimulariam a “poupança privada”. Não por acaso, tais medidas, mais amplas e de caráter notadamente liberal, aderem ao core da liberalização financeira. Seus próprios autores foram, como vimos, os primeiros a apontar que, na origem dos problemas do subdesenvolvimento, estava a excessiva – e inadequada, por certo – interferência estatal sobre essas economias.

Conforme lembrou-nos Cintra (1993), nessa concepção liberal de desenvolvimento não cabe ao Estado outro papel além de assegurar um marco regulador que permita aos capitais encontrarem seus próprios horizontes. Apenas, talvez, com a ajuda da “mão invisível”. É importante sublinhar que, subjacente à tese da repressão financeira e à prescrição da liberalização, está uma crítica explícita e direta às políticas desenvolvimentistas que vinham sendo até então aplicadas na América Latina. Para oferecer uma alternativa de política econômica nos países latino-americanos, a teoria da liberalização “exterminava” o padrão anterior. Vejamos essas idéias, tal como as expressou Edward Shaw:

“A chave para a estabilização não parece ser o *fine tuning* da demanda agregada...

O ganho de estabilidade deve vir da simultânea liberalização das políticas financeira, fiscal e externa, por parte das economias atrasadas... Fazer tudo quase ao mesmo tempo quanto à reforma das políticas... parece ser a estratégia ótima tanto para o crescimento mais rápido, quanto para o crescimento mais estável.”
(Shaw, 1973, p.251)

No âmbito do sistema financeiro, as políticas consistiram, basicamente, em prescrições para que fossem reduzidas as taxas de encaixes bancários, erradicados os tetos sobre as taxas de juros e os mecanismos seletivos de crédito, e suprimidos os controles cambiais e as barreiras à entrada de novas instituições financeiras, nacionais e estrangeiras.

De nosso ponto de vista, três ordens de críticas podem ser divisadas nesse debate dos anos 80, que se seguiu às experiências de liberalização no Cone Sul, a partir de meados da década de 70. A primeira corresponde a uma crítica frontal ao programa, por emanar de um enfoque teórico oposto ao que sustentou o conjunto de medidas de liberalização financeira. Nesse enfoque, tem-se não só uma noção absolutamente distinta sobre o papel do sistema bancário, que não é entendido como intermediador de poupança, até porque o investimento independe de poupança prévia. Além disso, tem-se também uma noção diametralmente oposta sobre o desenvolvimento capitalista em economias periféricas, e sobre o papel que cabe ao Estado em tal contexto. Cintra (1993), por exemplo, faz críticas dessa ordem. Para ele, como os programas de liberalização soçobraram antes mesmo do início da crise da década de 80, o malogro deve ser creditado à sua própria inconsistência teórica. Não seria correto atribuí-lo a fatores tais como ordem seqüencial de políticas ou choques externos – o que faz a maior parte dos analistas conservadores, como veremos.

Representando uma segunda ordem de críticas estão os documentos de avaliação produzidos pelo Banco Mundial, a partir de meados da década de 80 e início dos anos 90.⁴¹ Para esses, as admitidas crises financeiras do início da década de 1980, no Cone Sul, teriam sido geradas não pela liberalização em si, mas pelo contexto de elevada instabilidade macroeconômica, por erros na ordem das políticas adotadas, inadequada supervisão e carência de regulação preventiva.⁴² A lição a ser aprendida, desse ponto de vista, é de que a liberalização deve continuar como objetivo último. Vejamos tal avaliação, no original:

⁴¹ Entre eles Corbo e Melo. (eds) (1985). Scrambling for survival: how firms adjusted do the recent reforms in Argentin, Chile and Uruguay. *World Bank Staff Working Papers*, N.764. E também MORRIS, F; DORFMAN, M.; ORTIZ, J.; FRANCO, M. (1990, *apud* CINTRA, 1993). Latin America's banking systems in the 1980's: a cross-country comparison". *World Bank Discussion Paper*, N. 81.

⁴² A chamada literatura seqüencial sobre a liberalização nos países em desenvolvimento busca a determinação ótima da ordem de execução das políticas. Sugere, por exemplo, que os mercados financeiros doméstico e a conta corrente devem ser liberalizados antes da conta de capital.

“Um número crescente de países em desenvolvimento e recentemente industrializados estão ou em processo, ou considerando implementar programas de ajuste com vistas a melhorar a alocação de recursos, e retomar o crescimento. Em muitos destes países, as reformas têm envolvido a eliminação de distorções de preço, a redução da proteção às atividades que competem com as importações e a redução da tributação das exportações. É claro que se trouxermos a valor presente, os benefícios deste tipo de reforma são muito maiores que os custos. Contudo, como os custos têm de ser pagos de imediato há, geralmente, uma relutância em implementar estas políticas.” (Corbo e Melo, 1985, p.3)

O que a experiência teria demonstrado *a posteriori*, segundo essa linha de avaliação do Banco Mundial, é a necessidade de um cuidado maior. Deve-se, por certo, prosseguir na liberalização. Mas recomenda-se mais cautela, pois é necessário fazê-la precedida de um ambiente macroeconômico estável e do adequado fortalecimento do marco normativo e supervisor. A evidência posterior também teria chamado atenção para outro ponto, não por acaso, em conexão com o que a teoria macroeconômica passa a discutir na época: a necessidade de que as políticas, além de serem em si adequadas, tivessem credibilidade.

Então, nas típicas opiniões de política econômica emitidas pelo pensamento convencional, a partir do próprio Banco Mundial, em meados da década de 80, passa a ser uma constante o destaque dado à necessidade de algumas modificações nos programas de reforma. Vejamos, nas palavras de Corbo e Melo:

“A velocidade das reformas, sua consistência e as expectativas quanto a sua sustentabilidade, influenciam fortemente seu sucesso. Se as reformas são imediatas e completas, os atores tendem a encará-las com seriedade... Imbricada com o sentido prático da velocidade das reformas está a sua ordem.”(1985, p.6)

Avaliando especificamente o processo súbito de liberalização financeira na Argentina, Uruguai e Chile, ocorrido em meados da década de 70, diz o Banco Mundial que essa experiência foi importante porque durante muitos anos, nessas economias, a alocação de crédito não fora guiada pelos preços, e as taxas de juros vigentes eram negativas. A liberalização consistiu, em primeiro lugar, na progressiva eliminação dos tetos sobre as taxas de juros. A seguir, foram reduzidas as restrições sobre os intermediários financeiros. Adicionalmente, fizeram-se esforços para abrir essas economias aos fluxos internacionais de capital. Contudo, talvez tenha sido pago o preço de um longo período – prévio – de restrições ao mercado. Mesmo sem negar as crises financeiras e bancárias, os autores concluem avaliando positivamente a experiência da liberalização como um todo, no que diz respeito ao ganho de eficiência das firmas dessa economia, exploração de vantagens comparativas etc.

Identificamos, ainda, uma terceira ordem de avaliações a esse processo de liberalização ocorrido no Cone Sul. Não advindo do “pensamento típico do Banco Mundial” naquele momento, essa ordem de críticas é mais, digamos, rigorosa, do que a que foi imediatamente produzida pelo Banco Mundial. Mas constitui-se numa crítica que, mesmo rigorosa, não está na mesma perspectiva, por exemplo, da crítica de Cintra (1993).

Exemplo típico dessa linha de reflexão que, na verdade, começava a se “ensaiar” na década de 80, está num *paper* relativamente conhecido sobre as experiências de liberalização financeira do Cone Sul: *Good-bye financial repression, hello financial crash*.⁴³ O objetivo do trabalho, segundo Díaz-Alejandro, é analisar porque a experiência de liberalização no Cone Sul redundou em falências expressivas, maciças intervenções governamentais e necessidade de estatização de instituições. Além de ter reduzido a “poupança nacional”... Mas o que mais interessa apontar aqui é o fundamento, relativamente novo, da crítica que o autor faz à experiência da liberalização. Parece ser, à primeira vista, uma

crítica não à implementação das políticas, mas a seu fundamento, ou seja, à idéia de repressão financeira. Isso porque a primeira seção do artigo é dedicada a uma avaliação a respeito da particularidade dos mercados financeiros. Vejamos em mais detalhes.

Por que são os bancos diferentes dos açougues? Essa é a pergunta que faz o autor, logo no início do seu trabalho. Sua resposta é construída a partir do argumento de que a diferença entre essas duas “firmas” está no fato de que uma realiza transações à vista, enquanto a outra realiza uma operação que envolve uma promessa de pagamento futuro, que pode não ser totalmente crível. Não há como saber, de antemão, as verdadeiras condições e intenções daquele que demanda o crédito. Há, aqui, o problema da assimetria de informações. É com fundamento – ainda incipiente – no problema da assimetria de informações, que o autor procura construir o que parece ser, à primeira vista, uma nova ordem de críticas à experiência da liberalização.

Fazendo uma avaliação mais direta dos resultados dessa experiência no Cone Sul, diz Díaz-Alejandro (1985) que a liberalização das taxas de juros não levou a intermediação além dos contratos de curto prazo. O investimento agregado também não apresentou evidências de ter se tornado mais eficiente nos países que empreenderam tais reformas. Vejamos a avaliação geral do processo nos termos do autor, com atenção para o uso dos conceitos novokeynesianos:

“A combinação de câmbio fixo ou pré-anunciado, fluxo de capital relativamente livre e sistemas financeiros, doméstico e externo, caracterizados pelo *moral hazard* e outras imperfeições..., causaram não apenas má alocação microeconômica do crédito, mas também instabilidade macroeconômica, inclusive o crescimento explosivo da dívida externa, contraída na maior parte pelos bancos chilenos,

⁴³ Notemos que esse trabalho, de Díaz-Alejandro, publicado em 1985, é contemporâneo do já comentado trabalho dos autores do Banco Mundial, Corbo e Melo.

seguido pela abrupta paralisação dos fluxos de capital.” (Díaz-Alejandro, 1985, p.15)

Para ele, o fim desse processo teria levado a um péssimo “meio do caminho”, com garantias públicas “de fato” no mercado de crédito para ofertantes e demandantes, mas sem a supervisão e o controle necessários sobre os intermediários financeiros. Em sua visão, apesar do fracasso da liberalização, o caminho único não seria uma volta à repressão dos velhos tempos, com um extenso controle e propriedade do setor público sobre o sistema. Mas, de outro lado, a experiência do Cone Sul, aliada a outras, leva ao ceticismo quanto às possibilidades de um sistema de mercado privado gerar os fundos de longo prazo necessários ao processo de acumulação de capital. Em suas palavras:

“Incertezas privadas e ceticismo de toda espécie, que não vão desaparecer pela liberalização das taxas de juros, reduzem o escopo para o financiamento privado de longo prazo, e para o mercado de ações... Permanece a necessidade de diminuir as lacunas deixadas nos mercados de capitais pelas fortes incertezas encontradas nas sociedades latino-americanas, e os bancos de desenvolvimento públicos continuam uma solução plausível, a despeito dos abusos e erros registrados em suas gestões nos últimos 50 anos... A lição crucial continua sendo evitar taxas de juro muito distantes de estimativas do custo de oportunidade do capital, e ter mecanismos políticos para verificar potenciais abusos destas agências públicas.

Intermediários financeiros públicos eficientemente gerenciados e descentralizados, operando em conjunto com intermediários privados, poderiam desempenhar funções importantes, além do mero preenchimento das lacunas no segmento de longo prazo do mercado. Conforme experiências latino-americanas recentes demonstram, confirmando a evidência do início dos anos 30,

durante períodos de crise financeira a população parece voltar-se para bancos públicos, em busca de maior segurança... Bancos públicos poderiam ajudar a sinalizar o mercado, aproximando as taxas de juro de mercado do custo de oportunidade do capital social, diminuindo a instabilidade das taxas reais de juros... É desnecessário dizer que os bancos públicos não vão gerar estes resultados sem uma grande dose de esforço e pressão daqueles responsáveis por sua gestão e supervisão. (Díaz-Alejandro, 1985, p.20-21)

Repetindo o que já havíamos antes enunciado, esse autor faz uma crítica vigorosa da experiência de liberalização e propõe uma alternativa que, digamos, respeita as especificidades das economias latino-americanas. Originalmente, contudo, o fundamento que pretende dar ao seu argumento parte não daí – da especificidade dos processos de desenvolvimento dos *late comers* –, mas da particularidade dos mercados bancários. O que acontece, do nosso ponto de vista, é que o autor não consegue, efetivamente, conectar essas duas ordens de argumentos, evidenciando talvez a dificuldade – quiçá a impossibilidade – de fazê-lo. A conclusão que extrai parece-nos prescindir da conceituação novokeynesiana. É como se essa crítica, no fundo, estivesse sem identidade, pois construída sobre perspectivas antagônicas. Mas é importante perceber que os conceitos novokeynesianos começam a fazer-se presentes também no debate político, já em meados da década de 80.

3.5. Avaliação do debate sobre o subdesenvolvimento financeiro nos anos 90 no âmbito do Banco Mundial

Um primeiro olhar – ou quem sabe um olhar ingênuo – sobre a agenda atual de política econômica, tendo em vista apenas a leitura de “teoria pura”, poderia indicar que a liberalização já seria um tema fora de questão. Afinal, o

debate da repressão financeira foi, do ponto de vista teórico, totalmente substituído na agenda de pesquisa da macroeconomia *mainstream*, no que diz respeito ao financiamento, pelo debate sobre racionamento de crédito.

Mas os apressados – ou ingênuos – podem ficar surpresos ao verem que no Banco Mundial, ainda hoje, muito se discute em torno da idéia da liberalização financeira. Seria essa discussão um “acerto de contas” com o passado, apontando que as falhas da experiência estariam, em última instância, ligadas à inadequação do marco teórico? Ou seria, ao contrário, uma extensão da discussão original, produzida em meados da década de 80, sem apresentar marcantes rupturas? Afinal, o novokeynesianismo mudou, ou não, os rumos do debate em termos de política financeira? Ou, em outros termos, a discussão sobre racionamento de crédito desloca a discussão sobre liberalização, ou coaduna-se com essa?

Nosso objetivo, nessa seção, não é apresentar uma exaustiva resenha dos trabalhos atuais que, no âmbito do Banco Mundial, avaliam as experiências da liberalização. O propósito é mostrar que as críticas que chamamos, na seção 3.4 deste capítulo, de “críticas de segunda e terceira ordem”, facilmente – e talvez não surpreendentemente – amalgamaram-se, transformando-se no padrão de críticas *mainstream* ao processo de liberalização. A partir daí, mostramos que a liberalização permanece como objetivo a ser alcançado pelas economias subdesenvolvidas. Contudo, essas críticas comportam ambigüidades do ponto de vista político. A ambigüidade manifesta-se nas diferentes – mas obviamente não “gritantes” – posições políticas ao longo do tempo, e/ou nas diferentes orientações quando muda o “porta-voz”. A discordância gira sempre, como veremos, em torno do papel do Estado nesse processo.

3.5.1 Trabalhos precursores: o novokeynesianismo no Banco Mundial no início da década de 80

Antes de partirmos para uma análise de trabalhos mais recentes, gostaríamos de fazer menção a um trabalho produzido já no início da década de 1980. Ainda que não trate, explicitamente, da questão da liberalização, ele é precursor do debate da década seguinte. O intuito dessa “parada”, que rompe com a seqüência da exposição, é demonstrar como já é perceptível, no início dos anos 80, a penetração das idéias novokeynesianas no Banco Mundial, as quais darão os fundamentos dos trabalhos dessa instituição, nos anos 90.

O *paper* em questão chama-se *The nature of credit markets in developing countries: a framework for policy analysis*.⁴⁴ Seu objetivo central é analisar as várias formas de intervenção governamental nos mercados de crédito, em termos de sua eficiência, o que daria a base para a avaliação e julgamento dessas políticas. O pressuposto do autor, Virmani, – e tenhamos presente que ele é produzido num momento em que as experiências de liberalização, baseadas na teoria da repressão, começam a manifestar seus problemas – é de que os mercados de crédito têm diferenças fundamentais relativamente aos de bens, e que não levar isso em consideração conduz a análises e prescrições de política equivocadas.

Ainda que o trabalho não trate, explicitamente, de avaliar as experiências de liberalização, avalia a questão financeira nos países subdesenvolvidos, fazendo-o já com sólida fundamentação novokeynesiana. Vejamos:

“Este artigo vai se concentrar, exclusivamente, em... quais são as causas e as conseqüências das imperfeições ou falhas de mercado, no mercado de crédito. Qual é o efeito de diferentes políticas governamentais e diferentes intervenções governamentais, quando

⁴⁴ É de autoria de Armand Virmani e trata-se de um *World Bank Staff Working Paper*, publicado em 1982.

estas falhas e imperfeições existem... Isto forma a base para definir situações em que a intervenção governamental se justifica e para avaliar diferentes políticas para corrigir tais imperfeições.” (Virmani, 1982, p.9)

Percebe-se que aqui, ao nível pelo menos aparente da teoria, a discussão não se dá mais a partir da constatação da necessidade de liberalização de um mercado artificial e perniciosamente reprimido. Parte-se da avaliação de que os mercados de crédito são, por natureza, imperfeitos, e que a correção de tais imperfeições poderá ser mitigada por intervenções governamentais. Seria essa a avaliação a fazer, a partir do pressuposto de que o mercado de crédito é diferente dos mercados de bens, e produz resultados não compatíveis com o equilíbrio de concorrência perfeita.

Fazendo uma espécie de “ponte” entre a teoria da repressão financeira e o novokeynesianismo, diz Virmani que se algum tipo de fragmentação – conceito central na teoria da repressão – é importante nos mercados de crédito, é a fragmentação no fluxo e na interpretação das informações. São estas que estão na base desses mercados, nos quais informações e expectativas são fundamentais. A partir da constatação dessa peculiaridade dos mercados de crédito, teríamos finalmente, “uma estrutura única para determinar o efeito da política governamental na eficiência do mercado de crédito” (Virmani, 1982, p.27)

De nosso ponto de vista, tal afirmação reflete uma percepção de que, a partir do advento da teoria novokeynesiana do mercado de crédito e da “verdadeira percepção da sua natureza peculiar”, não se fazia mais necessário “teorias particulares” – como a da repressão financeira – para explicar seu funcionamento, em mercados específicos. O problema passará a ser, sempre, um problema de assimetria de informações. A diferença entre os casos, entre as economias, só pode ser, então, uma diferença de grau, jamais de natureza. Estaríamos todos, então, (mais ou menos) no mesmo mundo. Como diz o autor:

“Um ou ambos os problemas de *moral hazard*... e seleção adversa... explicam vários fenômenos que são observados em mercados de crédito... a relutância dos bancos para fazer empréstimos de longo prazo; o atraso e a lentidão nos empréstimos para novos setores de atividade... Por exemplo, considere o problema dos empréstimos de curto prazo versus empréstimos de longo prazo. Como o primeiro pode ser infinitamente repetido, o banco obtém novas informações e tem a oportunidade de avaliar o desempenho ao final de cada (curto) prazo do empréstimo, de forma que a avaliação dos bancos pode, então, apurar-se. Durante a vigência de um empréstimo de longo prazo, o estado da economia, do setor e da firma podem mudar significativamente. Uma avaliação deve ser feita somente com base nas informações iniciais. É, portanto, muito mais difícil identificar em qual das diversas classes de produtividade a firma se encaixa, e se ela vai permanecer nesta classe. Além disso, embora a firma aparente ser honesta quando o empréstimo é feito, o período longo de sua vigência, durante o qual o banco tem pouca atualização e controle, aumenta o risco de que grandes mudanças ocorram, as quais tornarão a empresa desonesta.”(Virmani, 1982, p.40)

As conclusões do autor são de que, no limite, os problemas informacionais de seleção adversa e *moral hazard* podem ser tão graves que levarão ao desaparecimento do mercado de crédito. Tais situações, quase insolúveis do ponto de vista do mercado, requereriam intervenção governamental. Mas mesmo fora das situações-limite, certos tipos de políticas governamentais – como os subsídios a juros e garantias, e mesmo empréstimos forçados – poderiam remover determinados tipos de ineficiência. Outra conclusão interessante e importante, que deriva do fato de estar a teoria centrada no problema da informação – ou melhor, da falta de –, é que cabe ao governo, desse ponto de vista, um papel central para subsidiar processos de pesquisa que levem à melhoria da qualidade da

informação. Por conseguinte, reconduzirão o mercado ao seu papel, que é a alocação – mais eficiente – de recursos.

3.5.2 O debate contemporâneo sobre liberalização à luz do novokeynesianismo

Passemos, agora, a uma análise dos trabalhos mais recentes e, explicitamente, voltados para o debate da liberalização. Em *Financial Liberalization: How far? How fast*, Patrick Honohan (1999) tem como objetivo promover uma avaliação da experiência de liberalização financeira empreendida em vários países subdesenvolvidos.⁴⁵ Concordando que entre os resultados da experiência figuram a elevação na volatilidade dos mercados, o acirramento na competição e o menor incentivo para uma regulação sólida dos mercados financeiros, decreta o autor, já nos primeiros parágrafos do citado trabalho, que o foco nos aspectos negativos não tem como objetivo questionar a liberalização em si. O propósito é apontar para a necessidade de rever o entorno “político” no qual as experiências foram realizadas.

Segundo Honohan (1999), era sabido que as experiências de liberalização poderiam apresentar surpresas. Para precisar o conteúdo, devemos dizer que tais experiências compreenderam várias frentes, entre as quais a eliminação dos controles (tetos) sobre taxas de juros e outros preços, privatização de instituições financeiras públicas, redução do direcionamento de crédito feito por agências governamentais e admissão de entrada de novos participantes no setor, reduzindo a proteção aos mercados financeiros.

Sobre a liberalização das taxas de juros, diz o autor que o substancial desmantelamento de tais controles, nos últimos vinte e cinco anos, não teria sido levado tanto pela teoria ou ideologia, mas sim pela percepção “pura e simples” dos

⁴⁵ Esse trabalho é um *Draft Concept Paper* de um projeto de pesquisa, desenvolvido no Banco Mundial, que tem como objetivo avaliar as experiências de liberalização. É sobre o conjunto de trabalhos desenvolvidos no âmbito desse projeto que centraremos, doravante, nossa análise nessa sub-seção.

insuportáveis efeitos colaterais que causavam. Os avanços tecnológicos teriam dado as condições objetivas para a superação de tal estado de coisas. Sobre a maior liberdade de entrada e saída no setor, diz o documento publicado pelo Banco Mundial que a admissão de novos agentes no mercado financeiro, inclusive de origem estrangeira, tem desempenhado papel importante na liberalização desses mercados. A crescente competição teria trazido ganhos de eficiência em termos de inovação e de introdução de um novo leque de serviços. Os benefícios, na avaliação dos economistas do Banco, não são negligenciáveis, ainda que na busca pelos mercados, a pressão competitiva possa levar a uma maior instabilidade do setor.

Já sobre a privatização das instituições financeiras públicas, Honohan (1999) aponta que apesar de vários países terem no passado, em maior ou menor grau, utilizado-se da experiência de controle estatal sobre pelo menos parte dessas instituições, hoje em dia considera-se que apenas os bancos centrais seriam os “candidatos naturais” ao controle estatal. Vale à pena transcrever, literalmente, a opinião do analista do Banco Mundial sobre o tema:

“Embora haja exemplos de bancos estatais que agiram de forma independente e buscaram o lucro, a propriedade estatal é vista pelos defensores da liberalização financeira como tendo gerado uma confusão de objetivos, custos operacionais mais altos e, freqüentemente, sob pressão do acionista, uma deterioração da avaliação e controle do crédito. Ao separar as funções de política pública das funções financeiras, deixando a primeira nas mãos de departamentos governamentais e agências administrativas, a privatização de instituições financeiras estatais é vista como uma parte importante da liberalização financeira. Apenas deve-se esperar que intermediários financeiros autônomos funcionem bem em um ambiente liberalizado.

Ao mesmo tempo, a incompatibilidade inerente entre programas de crédito direcionados e intermediários financeiros autônomos, operando em um mercado liberalizado, ficou rapidamente evidente, e resultou no substancial desmantelamento destes programas... esse processo nem sempre tem sido sereno e a persistência de algumas regulamentações, enquanto outras tinham sido removidas, levou a severos efeitos colaterais.” (Honohan, 1999, p.5-6)

O que chama a atenção, aqui, é a dupla responsabilidade atribuída ao “aparato desenvolvimentista”. Esse, como apontam Caprio e Hanson (1999) – em outro trabalho que faz parte da mesma pesquisa do Banco Mundial sobre liberalização – foi sendo construído no pós Segunda Guerra, no seio de uma política econômica que favorecia uma presença crescente do Estado na economia e, conseqüentemente, o populismo e o nacionalismo.⁴⁶ Em primeiro lugar, segundo Honohan (1999), seria necessário remover o já agora “entulho desenvolvimentista”, para dar eficiência ao mercado. Mas quando não se consegue fazê-lo, é a ele creditado – pelo menos em parte – o malogro do “choque de eficiência” a que essa economia foi submetida.

Concluindo parcialmente sua avaliação, Honohan (1999) diz que a experiência de liberalização teria demonstrado, em primeiro lugar, que as conseqüências variaram substancialmente, dependendo das condições iniciais – estabilidade macroeconômica, marco regulador – peculiares a cada país.⁴⁷ O ponto para o autor – ou, poderíamos dizer, para o Banco Mundial – é saber qual o meio-ambiente econômico ideal para empreender-se políticas de liberalização.

⁴⁶ Registramos aqui uma passagem muito interessante do citado trabalho em que os autores tentam explicar os motivos que levaram à construção desse estado desenvolvimentista, creditando aos “militantes do *economics*” uma certa responsabilidade. Dizem eles: “naquele período, os economistas deram surpreendentemente pouco contra-peso a estes desenvolvimentos politicamente direcionados. Muitos tenderam a considerar o setor financeiro como muito menos importante que o setor ‘real’, uma tendência evidenciada por esta escolha de adjetivos para o setor.” (Caprio e Hanson, 1999, p.5-6)

⁴⁷ Em outro trabalho, no âmbito da mesma pesquisa, Caprio, Honohan e Stiglitz (1999) dizem que alguns problemas associados às experiências de liberalização poderiam ter sido evitados se uma

Afinal, não seriam elas as responsáveis pelos *crashes* financeiros, mas a ausência de políticas capazes de criar um ambiente receptivo à liberalização...

Até agora, podemos notar, não há novidade teórica no escopo das críticas. Seriam as mesmas críticas “de segunda ordem” – críticas que poderiam ser trazidas pelos próprios adeptos da teoria da repressão, dentro e fora do Banco Mundial – já levantadas nos anos 80, talvez com mais ênfase e maior detalhamento na questão da regulação. Mas há, sim, algum vestígio de inovação nessas avaliações – o que nos lembra as críticas de “terceira ordem” – trazida pela introdução da *rationale* novokeynesiana na análise. O efeito “objetivo” dessa nova fundamentação teórica na avaliação feita por Honohan das experiências de liberalização tem que ser, obviamente, a admissão de que os mercados, mesmo quando liberalizados, não atingem o *clearing*. Vejamos:

“As taxas de juros são determinadas nos mercados onde é crucial a distribuição das informações, expectativas e oportunidades entre os participantes. O comportamento nestes mercados difere de forma aguda daquele de mercados mais convencionais, e as conseqüências da liberalização são mais ambíguas. Para mencionar apenas um fenômeno bem compreendido, o efeito de taxas de juros mais altas na demanda por fundos não é apenas uma redução na quantidade: taxas de juros mais altas também tendem a desencorajar, seletivamente, aqueles demandantes de menor risco. Se os emprestadores identificarem isto e não tiverem nenhuma forma adequada de discriminar entre demandantes de alto e de baixo risco, um equilíbrio tipo *market clearing* pode não ocorrer e, ao contrário, pode ocorrer racionamento de crédito persistente de pequenos negócios, preparados para pagar taxas de juros mais altas, mas desprovidos de recursos por causa do medo de seleção adversa dos emprestadores.” (Honohan, 1999, p.8)

liberalização plena tivesse esperado até que a estabilidade fiscal e macroeconômica fosse alcançada.

Com base nisso, os autores admitem que, ao elevar-se as taxas de juros, o efeito foi, ao invés do desejado *market clearing*, o racionamento de crédito. Um racionamento, devemos adicionar, talvez mais profundo ou adverso do que o existente nos países desenvolvidos, em função da inadequação do marco regulador e da inexistência de métodos adequados de avaliação de risco. Isso porque, como já ensinaram os novokeynesianos, o racionamento é uma característica dos mercados de crédito em geral.

Isto posto, no que diz respeito à comparação entre os dois “momentos” dos mercados financeiros nos países subdesenvolvidos – o antes e o depois da liberalização – o economista do Banco Mundial afirma:

“Como uma aproximação bem preliminar, é necessário ter em mente que a remoção de controles sobre as taxas de juros pode permitir que estas subam para níveis de equilíbrio, desta forma reduzindo o grau de racionamento de crédito e as quase-rendas associadas, bem como alterando a distribuição do crédito.”
(Honohan, 1999, p.13)

Então a lição é, se conseguimos apreendê-la, que a elevação das taxas de juros reais, se não leva ao *clearing*, tende a diminuir o grau de racionamento! Se a política for mantida continuamente, a remoção dos tetos às taxas de juros não apenas transferirá o *surplus* dos devedores (inclusive governos) para os credores, mas também resultará em algum relaxamento do racionamento. Dessa forma, muitos demandantes de crédito, outrora incapacitados de participar do “mercado”, reprimido pela interferência do Estado, poderão ter agora melhores perspectivas. Desse ponto de vista, arriscamo-nos a interpretar que, segundo os economistas do Banco Mundial, a liberalização nos leva do mundo da repressão para o mundo, “menos ruim”, do racionamento. Ou, o que seria o mesmo, de um mundo onde as “falhas do governo” – maiores e, por certo, piores – são substituídas, com garbo, pelas “falhas de mercado”.

Saindo dessa avaliação mais geral, e entrando em considerações um pouco mais específicas, o estudo produzido no âmbito do Banco Mundial diz ainda não poder concluir quais setores, ou agentes, mais teriam se beneficiado de tais mudanças. Pode até ser que o maior beneficiado tenha sido o agente privado de maior porte, enquanto os demandantes de recursos de pequeno porte tenham sido os mais prejudicados, por estarem mais sujeitos às oscilações do mercado de crédito. Eles são, obviamente, as primeiras vítimas do mercado em um ambiente de aversão ao risco.

Outro ponto destacado no trabalho de Honohan (1999) diz respeito à (suposta) maior volatilidade enfrentada pelas economias que empreenderam as experiências de liberalização. A pergunta que faz é: por que a liberalização das taxas de juros – que, como regra, tenderia a levar a um menor grau de racionamento – levou a isso? Para o economista do Banco Mundial, tal comportamento pode estar simplesmente expressando uma volatilidade prévia reprimida, ou refletindo um aumento na volatilidade dos determinantes das taxas de juros.⁴⁸ Mas considera, também, uma outra possibilidade, vinculada ao fato de que a liberalização *per se* faça aumentar a instabilidade, por gerar uma espécie de ciclo de crédito, em função da maior competitividade ensejada pela abertura dos mercados de financiamento.

Reforça esse argumento um outro expresso no já citado trabalho de Caprio e Hanson (1999), que diz que a liberalização, rápida, ocorreu sem a devida atenção à infra-estrutura legal. Sem isso faltaram as habilidades, o incentivo e as informações necessárias para que os participantes do mercado fossem prudentes. Dizem eles que a pressão sobre o sistema, trazida pela liberalização das taxas de juros e a redução no direcionamento do crédito, tende a “pressionar” o mercado bancário e levar a crises. Ainda mais se tivermos presente o fato de que no ambiente prévio, “reprimido”, havia pouco incentivo para que os “banqueiros” estivessem efetivamente atentos a problemas de gerenciamento de risco. Então,

⁴⁸ Não fica claro quais seriam, mas talvez refiram-se aos chamados macrofundamentos.

estando o sistema mal preparado e migrando para um ambiente de maior volatilidade de taxas de juros, a crise não deveria ser surpresa. A propósito, as evidências empíricas trazidas pelo trabalho de Honohan (2000), no âmbito da mesma pesquisa, são de que houve uma elevação no nível geral das taxas de juros nos países que promoveram liberalização financeira, e que esse aumento, bem como a volatilidade, foi mais pronunciado do que o que ocorreu, contemporaneamente, nas economias industrializadas.

Outro problema específico que apontam reiteradamente, além daqueles inerentes ao *management* dos bancos, está vinculado ao sistema de regulamentação e supervisão do sistema financeiro, bem como ao sistema legal mais amplo. Dizem eles:

“Sob regimes financeiramente reprimidos e alocação governamental de crédito, a regulamentação dos riscos é, tipicamente, considerada pouco importante, e a supervisão é direcionada para assegurar as diretrizes, ao invés de assegurar uma regulamentação prudente. Os sistemas legais, tipicamente, favorecem os devedores. Mesmo quando as leis mudam, como parte da desregulamentação, os juízes e os tribunais não tornam-se, instantaneamente, habilitados a interpretá-las. Em resumo, deficiências nas habilidades bancárias, nas agências supervisoras e na infra-estrutura legal necessária para decisões de mercado eficientes significam que as liberalizações encontraram muitos problemas... Mas, como este argumento sugere, muito da culpa das crises pós-reforma se encontra no ambiente pré-reforma e no ritmo e continuidade da reforma financeira. A desregulamentação das taxas de juros, em si, é uma reforma rápida, fácil, e barata de implementar, enquanto criar habilidades, infra-estrutura, e incentivos consome tempo, é difícil e caro. Duas décadas de crises financeiras deveriam ser suficientes para convencer a maior partes dos analistas de que mais do último é extremamente necessário.”(Caprio e Hanson, 1999, p.22)

Por tudo isso, os economistas do Banco Mundial insistem na tese de que os efeitos colaterais da liberalização – como as crises bancárias – não se devem à “qualidade ou ao rigor da terapia”, mas à “profundidade da doença”. Isto é, ao grau de repressão – e, portanto, de distorção no mecanismo de mercado – experimentado inicialmente. Percebe-se, claramente, uma crítica convencional, que aponta sempre para o mesmo objetivo a ser perseguido: a liberalização financeira. Vejamos:

“Em países onde os controles sobre as taxas de juros eram leves, e estas não diferiam muito das taxas de *market clearing*, as taxas controladas sinalizavam, de fato, o custo dos fundos. Sendo estáveis, estas taxas controladas ancoravam as expectativas quanto às taxas... de mercado, removendo potencialmente, dessa forma, uma fonte de volatilidade nos mercados de ações, imóveis e outros ativos. Nesse caso, a política [de liberalização] poderia gerar benefícios consideráveis em termos de crescimento econômico e estabilidade...”

Mas para casos onde os controles eram mais severos, as taxas de juros tabeladas, em tempos de severo racionamento,... não podiam ser consideradas representativas do efetivo custo (implícito) de fundos, e este ponto deve estar em mente quando se compara condições pré e pós liberalização.” (Honohan, 1999, p.18)

3.5.3 Políticas financeiras novokeynesianas

Apresentadas as críticas das experiências de liberalização, passemos agora à consideração do que dizem os economistas do Banco Mundial, devidamente “fundamentados” com o novokeynesianismo, sobre as possibilidades de política financeira nesse contexto pós-liberalização. Começam por afirmar que,

por ter sido o fenômeno da liberalização guiado, muito mais do que por fatores políticos ou ideológicos, pela tecnologia – uma “força” sobre a qual, afinal, ninguém tem responsabilidade – uma reversão do acontecido não seria possível. Mas, dizem os analistas do Banco, que se porventura fosse possível, tal reversão não seria desejável, pois já seriam conhecidas todas as distorções – em relação ao “ótimo” de mercado – trazidas pelo antigo regime.⁴⁹ Isto posto, o que se faz, majoritariamente – e é esse o espaço da “contenda” – é avaliar se o conjunto de políticas, isto é, a nova regulação, está adaptada ao novo, dado, e desejado regime.

No escopo da mesma pesquisa do Banco Mundial está um *paper* que discute, mais diretamente, a questão do papel do Estado. Dizem seus autores:

“a freqüência de *crashes* bancários e outros *crashes* financeiros nos últimos anos, e a aparente correlação entre estes e a prévia liberalização financeira, evidencia a necessidade de uma reavaliação do que é a política ótima no novo ambiente. A questão agora, claramente, não é quanto a haver, ou não, política de intervenção no sistema financeiro, mas qual a sua natureza.”
(Caprio, Honohan e Stiglitz, 1999, p.2)

Partindo do pressuposto de que o Estado deva ter algum papel, o que os autores sustentam é que o *core* de sua ação deve estar destinado à criação – ou fortalecimento – de mecanismos destinados a reforçar os contratos e instituições que possam limitar e diminuir fraudes, incompetências gerenciais e abusos de

⁴⁹ No âmbito da mesma pesquisa um outro *paper*, de Caprio e Hanson (1999), afirma que a liberalização, a partir do final dos 70 e ao longo dos 80, espalhou-se como uma “doença infecciosa”. Alguns casos isolados, aqui e ali, e logo a seguir uma epidemia. No entender dos autores, a explicação para tal fato deve ser buscada além da ideologia e estaria, definitivamente, na falência do antigo regime. Dizem: “Não interessa quão popular a ideologia de reforma possa ter se tornado, as raízes da reforma residem, tipicamente, no fracasso do regime pré-reforma.” (Caprio e Hanson, 1999, p.2) A observação é sem dúvida interessante, e faz pensar. Faz pensar, inclusive, que é preciso uma análise menos vulgar sobre os motivos que levaram à dita falência do chamado “antigo regime”...

poder político. Além, obviamente, do papel do Estado como garantidor de políticas fiscal e monetária sustentáveis, os autores querem enfatizar o fato de que a liberalização – uma atenuação no racionamento... – só será bem sucedida se, em primeiro lugar, forem estabelecidos mecanismos diretos de regulação do mercado financeiro, para que esse permaneça seguro. Essa, sem dúvida, parece ser a grande mensagem “política” trazida pela “descoberta” de que os mercados financeiros são, afinal, especiais, por terem assimetria de informações. Assim, ao contrário do que pensavam os teóricos mais puros e pregressos da liberalização, os seguidores do novokeynesianismo entendem que os mercados devem ser devidamente – “prudencialmente” – regulamentados.

Correndo o risco de sermos repetitivos, mas com o objetivo de bem fundamentar nosso ponto, trazemos também o que dizem Demirgüc-Kunt e Detragiache (1998), que realizaram uma pesquisa empírica sobre a relação entre fragilidade e liberalização financeira enfatizando também essa questão.⁵⁰ Segundo os autores:

“Infelizmente, instituições fortes não podem ser criadas do dia para noite, nem mesmo pelo governo mais comprometido com as reformas. Logo, o caminho para a liberalização deve ser gradual, no qual os benefícios de cada passo em direção à liberalização sejam cuidadosamente balanceados com os riscos. Outra implicação de nossas descobertas é que deve-se pesquisar mais sobre o desenho e a implementação de regulamentação e supervisão prudentes, especialmente em países em desenvolvimento.” (Demirgüc-Kunt e Detragiache , 1988, p.42)

Com base na avaliação de que a transição para a liberalização não foi um processo fácil e de que, no fundo, as autoridades bancárias dos países que empreenderam a experiência estavam mal capacitadas – quiçá mal orientadas –

⁵⁰ Seu trabalho, *Financial liberalization and financial fragility*, está no âmbito do mesmo projeto.

para fazê-lo, Caprio, Honohan e Stiglitz (1999) afirmam que, se pudessem voltar no tempo, gostariam de ver uma aproximação em direção à liberalização muito mais sutil. Mas, ainda assim, tendendo à liberalização, mesmo que com alguns senões. Vejamos:

“Eliminar as mais severas distorções sobre as taxas de juros não requer uma completa e imediata remoção dos controles sobre as taxas de juros, especialmente na presença de bancos insolventes ou frágeis. A remoção de controles sobre o capital estrangeiro (especialmente no tocante a fluxos de curto prazo) poderia ter sido implementada mais tarde. Livre entrada [de bancos] poderia ter sido avaliada como qualificada em função de adequada capitalização, reputação pessoal e capacitação profissional. Uma abertura mais longa teria permitido melhor treinamento e preparação profissional de pessoal envolvido em regulação, embora a eficácia destes ainda poderia ser limitada por interferência política.

Ainda há muitos países que não progrediram muito no caminho da liberalização financeira. Para eles, estas lições sobre a seqüência das ações serão relevantes.

Para os outros, virar o relógio para trás não é uma solução prática. Eles terão que avançar na longa agenda de fortalecimento institucional, agora amplamente aceita como sendo o pré-requisito de um bem sucedido setor financeiro liberalizado.” (Caprio, Hanson e Stiglitz, 1999, p.20)

Os cuidados, enfim, são para que a desmontagem do antigo regime não fragilize o novo, a ponto de que sua instabilidade torne mais graves os problemas

irradiados a partir dos mercados financeiros.⁵¹ Sabe o *mainstream*, agora, que esses são peculiares, merecendo políticas especiais. Demirgüc-Kunt e Detragiache (1998) reforçam o mesmo ponto. Vejamos:

“O primeiro resultado que emerge da análise é que a fragilidade financeira é afetada por uma multiplicidade de fatores, inclusive eventos macroeconômicos adversos, políticas macroeconômicas inadequadas e vulnerabilidade a crises de balanço de pagamentos. Quando estes fatores são controlados, a liberalização financeira exerce um efeito negativo independente na estabilidade do sistema bancário, e a magnitude deste efeito não é trivial. Entretanto, um forte ambiente institucional, caracterizado pelo efetivo cumprimento da lei, uma burocracia eficiente e pouca corrupção, pode conter os efeitos adversos da liberalização no sistema financeiro.

Estas conclusões sugerem que o desenvolvimento institucional deve ser enfatizado no início do processo de liberalização. Em países onde as instituições são fracas, obter a estabilização macroeconômica antes ou durante a liberalização certamente deixará sob controle uma importante fonte independente da instabilidade financeira. Contudo, mesmo em uma economia em bom estado, a fragilidade nas instituições ou na estrutura regulatória necessária para os mercados operarem eficientemente pode causar falhas na verificação de comportamento perverso de parte dos intermediários financeiros, criando a fundação para problemas sistêmicos no setor.” (Demirgüc-Kunt e Detragiache , 1998, p.41)

O fortalecimento da regulação pode até mesmo requerer, por vezes, medidas bem pouco convencionais. A esse respeito, Honohan e Stiglitz (1999)

⁵¹ É interessante a observação que fazem Honohan e Stiglitz (1999) de que, o ambiente de repressão financeira, por reduzir o escopo das atividades bancárias e impor com maiores barreiras à entrada no mercado, acabava reduzindo a incidência de *crashes*.

apontam que, se o objetivo for construir uma regulação que assegure o fortalecimento do sistema, pode ser necessário usar, algumas vezes, controles diretos (como o controle sobre preços), ao invés de indiretos. Mas, apesar de ser esse um instrumento que, no passado, serviu ao “aparato desenvolvimentista”, não se trata mais disso. Dizem eles:

“O objetivo não é, contudo, de repressão, de quase-tributação ou de direcionar o funcionamento das finanças em direção a objetivos detalhados de planejamento financeiro... Ao invés disto, o propósito é reconhecer as externalidades envolvidas na má prática bancária e as limitações informacionais da regulamentação, e o seu objetivo seria restringir os financistas de gerar a espécie de dano econômico severo que tem estado, recentemente, tão em evidência em sistemas financeiros inadequadamente regulados.”(Honohan e Stiglitz, 1999, p.31)

Após a apresentação de tantas, mas nem tão variadas opiniões, devemos apenas ressaltar o que já deve ter ficado claro. A saber, o fato de que as críticas dos economistas novokeynesianos do Banco Mundial às experiências de liberalização financeira não têm como foco apontar para eventuais necessidades de “auxiliar” o mercado financeiro para um direcionamento distinto dos recursos, através do Estado. Nem mesmo pretendem discutir a (re)montagem de um aparato no qual caiba a este um papel, de fato, político.

Na verdade, tendo a liberalização como objetivo último, não é muito o que pode dizer o novokeynesianismo praticado no Banco Mundial – e de fato não diz – sobre o que caberia ao Estado, indo além do papel de provedor e garantidor de uma sólida regulamentação para o mercado financeiro. Ainda assim, Caprio e Hanson (1999), em certo momento de seu trabalho, enfrentam essa questão. Questão que, do nosso ponto de vista, fica posta e deve ser encarada, a partir do momento em que “todos” já admitem que o mercado não é “Pareto-ótimo”. Cabe, assim, discutir se – e como – a intervenção governamental pode aumentar a

eficiência desse mercado. Seria ela mais desejável, ou necessária, nos ambientes nos quais os problemas informacionais – e, portanto, o racionamento – são mais severos? Ou, em outros termos, a inegável existência de problemas informacionais no mercado justificaria uma efetiva intervenção do Estado no processo alocativo?

Dizem os autores, sobre esse ponto, que o mercado tende a ser, em geral, também mais eficiente que o Estado para minimizar tal adversidade. Afinal, a informação não é estática e o sistema de concessão de crédito via mercado bancário, baseado num contínuo relacionamento entre o banco e o cliente, capta as modificações informacionais. Em oposição, o crédito direcionado pelo Estado, como não segue a lógica do mercado, seguiria, no dizer dos novokeynesianos do Banco Mundial, uma lógica própria, que reduz a eficiência da intermediação financeira. Mas se for feita a opção de, em casos extremos, enfrentar as assimetrias de informação com algum tipo de controle sobre as taxas de juros, então tal controle deve restringir-se ao mínimo, de forma a não gerar problemas maiores sobre a lógica do mercado e a produção de informação que o mercado gera, naturalmente.

3.6. Conclusão

Depois de todo o exposto, nos cumpre observar que, relativamente ao plano da “teoria pura”, do ponto de vista da política financeira parecem ainda menos notáveis as modificações, no âmbito do *mainstream*, quando se trata de discutir a questão do financiamento. A impressão imediata é de que estamos revivendo agora, com sutis modificações, as prescrições de liberalização, derivadas da tese da repressão financeira. Prevalece, enfim, a idéia-força de que o melhor a fazer é buscar a eficiência dada pela liberdade dos mercados financeiros, rompendo com o que os reprime.

Mas é preciso notar que há espaço para uma certa ambigüidade no que diz respeito a estas prescrições. O trabalho precursor de Virmani (1982), construído com fundamentação novokeynesiana, mostra certa “simpatia” pela presença do Estado no mercado financeiro. De um lado, por apontar que se forem muito graves os problema informacionais, podem inviabilizar o próprio mercado, requerendo explicitamente uma atuação do Estado. Mas mesmo sem apelar para as situações-limite, o autor aponta para o fato de que certos tipos de intervenções governamentais, no “velho estilo desenvolvimentista”, poderiam contornar algumas ineficiências do mercado. A distância de Virmani em relação à teoria da repressão-liberalização pode parecer, à primeira vista, significativa.

Contudo, as conclusões da pesquisa recente, patrocinada pelo Banco Mundial, que teve como objetivo avaliar a experiência da liberalização são, como vimos, avassaladoramente favoráveis a essa. A argumentação novokeynesiana presta-se, basicamente, a dar suporte a uma crítica que possa manter, tão viva como outrora, a idéia da liberalização. Reitera, *ad nauseum*, que nenhuma liberalização funcionará a contento se não houver um aparato regulador que lhe sustente. Parece, enfim, que a grande descoberta – a da existência de assimetria de informações no mercado financeiro – prestou-se a dar fundamento à idéia de que o mercado financeiro e o seu entorno – basicamente o entorno jurídico –, precisam de regulamentos extra-mercado. A liberalização não é uma idéia morta entre os novokeynesianos.

Talvez adotando uma outra perspectiva de análise, nem mesmo importem tais diferenças, ou ambigüidades, entre as prescrições políticas dos novoskeynesianos. Isso porque, como diz Studart (2000), o que une os teóricos da repressão e os do racionamento no que tange ao papel do Estado – portanto, numa dimensão explicitamente política da questão – é a concepção de que o Estado é um agente externo ao financiamento do processo de acumulação capitalista. Para os primeiros, a intervenção estatal *distorce* preços relativos, reduzindo a eficiência da economia. Por isso, a ordem é eliminá-lo. Já os novokeynesianos, partindo do pressuposto de que o mercado financeiro tem lá

suas especificidades, e desfrutando da vantagem de terem visto as aplicações recentes – e muito desastrosas – do processo de liberalização, insistem, como vimos, que o Estado tem um papel fundamental como regulador nesse mercado.

Contudo, uma intervenção mais direta, ou “política”, que vá além da regulação, surge apenas – e por vezes – como um recurso de última instância, frente às falhas incorrigíveis de mercado. O que é preciso observar é que o espaço para tal intervenção varia, em boa medida, com a ideologia – anti-Estado ou pró-mercado – do autor, ou do interventor. A discussão passa a ser o que é melhor suportar, e por quanto tempo: “falhas de mercado” ou “falhas de governo”? Assim, sem maiores problemas, a discussão sobre liberalização é “assumida” pelos novokeynesianos.

CONCLUSÃO

Para finalizar essa avaliação da teoria do financiamento ortodoxa com uma crítica construtiva, pareceu-me oportuno apresentar, sumariamente, minha visão sobre como o problema do financiamento deve ser tratado na teoria econômica. Essa visão permeia a crítica que aqui faço ao pensamento convencional.⁵²

Em primeiro lugar, seu pressuposto é de que o financiamento é crucial na dinâmica da economia. O investimento, decisão que altera o contexto econômico de maneira irreversível, carece de financiamento para ser empreendido, e não de poupança – um mero resíduo entre a renda e o consumo, contabilizado *ex-post!* Evidentemente, também outros componentes da demanda agregada (consumo, gasto governamental, exportação, importação) necessitam de financiamento. Mas o investimento requer que o financiamento seja compatível com seu prazo de maturação. Precisa de financiamento de longo prazo.

Na vigência de um modelo onde o sistema financeiro já tenha o necessário grau de desenvolvimento, o crédito bancário típico, de curto prazo, é realizado a partir da existência de um fundo rotativo bancário, onde os empréstimos retornam à rede bancária sob forma de novos depósitos. À medida que estes recursos provenientes do crédito vão sendo utilizados e a produção realizada, o multiplicador do investimento opera e renda adicional vai sendo gerada e distribuída entre as famílias e empresas. A partir daí, há necessidade de um conjunto de instituições financeiras que possam captá-la e, abrindo mão de posições mais líquidas, transformá-la em recursos financeiros de longo prazo (*funding*), os quais venham a ser adquiridos pelas empresas, consolidando suas estruturas de passivos e ativos. Se entendemos, enfim, que a dinâmica macroeconômica vai do gasto para a renda, mas admitimos que o financiamento do gasto, sobretudo o de longo prazo, está longe de ser garantido – isto é, que pode ser problemático – alçamos o financiamento a um patamar analítico do qual não pode ser removido.

⁵² Para uma apresentação detalhada de tal visão ver Deos (1997).

Nessa “visão de mundo” não há, por certo, cisão entre o monetário e o real. Na “visão” que adoto, sendo bem explícita, a interação entre essas duas dimensões vai além do cotejo entre a taxa de juros e o retorno do investimento. Para usar uma expressão originária de Keynes que, parece-me, expressa bem o que quero enfatizar, a *economia de produção* é, inexoravelmente, *monetária*. Nessa economia, o cálculo capitalista é feito em termos monetários, as estruturas financeiras dos agentes são relevantes para o processo de crescimento e o papel do sistema bancário é central. Além disso, a dimensão financeira é tão relevante que pode levar a economia, via “forças de mercado” – e não só em função de mal sucedidas ações de política econômica, quer sejam de regulação, quer de intervenção direta – a situações de fragilidade e instabilidade.

Ainda que comporte algumas divergências quanto ao problema do financiamento, no âmbito do pensamento convencional não vigora, por certo, essa *economia monetária de produção*. O que distingue, fundamentalmente, as teorias do financiamento no *mainstream* é a maior ou menor aproximação do modelo de concorrência perfeita nos mercados financeiros. Quando esse prevalece, com todos os seus pressupostos, desconstitui-se o financiamento enquanto objeto: as estruturas financeiras dos agentes são irrelevantes e os bancos são, em geral, intermediários passivos de poupança. A moeda é neutra. Contudo, quando se trabalha com imperfeição nos mercados de financiamento, o resultado são problemas macroeconômicos. A moeda é, pelo menos temporariamente, não neutra.

As imperfeições “detectadas” nesses mercados deram origem, basicamente, a duas teorias sobre financiamento no âmbito do pensamento convencional: a *teoria da repressão financeira* e o *modelo do racionamento de crédito*. A “repressão”, segundo seus teóricos, tinha origem na excessiva interferência estatal no sistema de preços (especialmente na taxa de juros), o que impedia o mercado de fazer a alocação eficiente da poupança. Já o modelo do *racionamento*, atualmente dominante nas discussões macroeconômicas, está fundamentado na existência de assimetria de informações entre credores e

devedores, que também impede o funcionamento eficiente do sistema de preços, ainda que o Estado possa interferir no grau de assimetria.

Aliás, é uma característica da nova macroeconomia – e seus “*nouveaux économistes*” – uma preocupação quase obsessiva com a produção e a disseminação de informações de “alta qualidade”. Afinal, se é a imperfeição no sistema informacional o problema central a explicar o afastamento da economia do estado de onde nunca deveria ter saído – a concorrência perfeita –, parece absolutamente coerente que seja esse o novo epicentro das preocupações. Naturalmente, daí decorre também uma grande aflição a respeito de como os agentes irão perceber e processar as ações discricionárias do Estado, não sinalizadas previamente para o mercado...

Voltando ao cotejo entre a teoria da repressão financeira e o modelo do racionamento de crédito, mais especificamente às políticas que daí se derivam para os países menos desenvolvidos, há uma diferença básica entre a “era da repressão” e a “era do racionamento”. Tal diferença, expressa nos trabalhos publicados pelo Banco Mundial em distintos momentos, diz respeito à ênfase menor ou maior quanto às necessidades de supervisão e regulação do mercado financeiro, e de construção de um aparato jurídico-institucional que permita a esse mercado um funcionamento mais eficiente. Diz-se agora – em plena “era do racionamento” – enfaticamente, por exemplo, que é necessário definir “melhor”, ou “redefinir”, direitos e obrigações de credores e devedores.

Decorrem desse tipo de avaliação as freqüentes opiniões emitidas por analistas econômicos, que justificam a ineficiência do nosso sistema de financiamento – expressa, por exemplo, na quase inexistência de crédito privado de longo prazo, nos *spreads* extraordinariamente elevados, nos amplos segmentos da atividade econômica não atendidos pelo mercado financeiro etc – com base nessa ordem de problemas. Deriva daí, logicamente, a prescrição de que o papel dos governos é trabalhar para a remoção de obstáculos jurídico-institucionais que, atualmente, por limitarem as garantias e direitos, inibiriam a operação mais eficiente dos credores em potencial. Seria preciso, então, alterar as

leis de falência ou insolvência, reformar o próprio Poder Judiciário que julga com velhos padrões, adequar as normas contábeis e de auditoria aos sistemas internacionalmente reconhecidos de produção de informações. Segundo essa nova ortodoxia, seriam estes, atualmente, os obstáculos a impedir o funcionamento eficiente dos mercados privados de financiamento, onde quer que estejam localizados: na América Latina, África, Ásia, Oceania...

Mas em que medida tais prescrições contribuem, diretamente, para a melhoria das condições de financiamento de uma economia como a brasileira? Ainda que nenhum analista de bom senso possa negar a necessidade de, eventualmente, corrigir-se distorções de caráter legal que estejam impedindo o funcionamento mais eficiente do mercado, uma analista que pretenda ir além do senso comum deve dizer: em muito pouco! As avaliações e as propostas políticas emitidas, de forma generalizante, pelos economistas ortodoxos, são insuficientes para fazer frente aos problemas fundamentais e históricos do financiamento na economia brasileira. Além do mais, são muito perigosas porque algumas delas propõem o extermínio das poucas instituições públicas ainda vigentes, oferecendo quase nada como alternativa.

Sob diferentes rótulos – de papelistas *versus* metalistas, a neonacionalistas *versus* neoliberais, passando por desenvolvimentistas *versus* monetaristas e até mesmo por pós-keynesianos *versus* novokeynesianos – trava-se um debate no Brasil, desde meados do Século XIX, a respeito da formulação adequada da política econômica e da política financeira, de forma específica. Para os ortodoxos, no que diz respeito ao estabelecimento de um sistema de financiamento, é necessário sempre “fazer o dever de casa” e seguir as regras de condutas impostas de fora para dentro. Assim, se fosse elevada a poupança nacional, seria resolvido o problema da sua intermediação...

A hipótese alternativa, que adoto aqui, é que o problema básico do financiamento na economia brasileira tem duas dimensões. A primeira, histórico-institucional, refere-se à carência de *funding* interno adequado, no sistema financeiro, para alongar o perfil do endividamento. A segunda, cíclica, diz respeito

à própria carência de demanda de crédito, quando há expectativa “pessimista” quanto ao retorno do investimento produtivo, levando-se em consideração o custo do financiamento e o custo de oportunidade. Mas onde estaria a origem desses problemas?

A abertura financeira que, recorrentemente, subordinou a economia brasileira às vicissitudes do mercado externo, tem relação direta com a instabilidade monetária e cambial e o (sub)desenvolvimento financeiro da nossa economia. Recorre-se, reiteradamente, ao endividamento externo em circunstâncias de abertura financeira, com uma visão “curto-prazista” e um efeito perverso para as futuras gerações. O que a história teima em mostrar é que logo esses mecanismos de financiamento se esgotam.

A instabilidade decorrente desses movimentos cíclicos de abertura e fechamento externo, evidenciada na elevada volatilidade da taxa de juros, explicaria a própria recusa do sistema financeiro privado em assumir posições menos líquidas, e atender às necessidades de financiamento do investimento. Ainda mais quando se apresentam alternativas (à concessão do crédito) de elevada rentabilidade e liquidez, como o financiamento da dívida pública... O potencial demandante de crédito, por sua vez, também tem aversão ao risco e tende a rejeitar posições de elevado endividamento quando o crédito tem cláusula de correção monetária ou cambial, o que aumenta sobremaneira a incerteza. O “sistema” tem, historicamente, justificativas para a sua atrofia.

A análise dos mecanismos de financiamento ao longo da história da economia brasileira mostra um rearranjo, de acordo com a conformação de cada padrão de desenvolvimento, de uma estrutura financeira tripolar: setor externo, setor público e setor financeiro privado nacional. Enquanto este último, especialmente na área bancária, restringiu-se ao financiamento das necessidades de capital de giro, os dois outros revezaram-se na tarefa de financiar os investimentos a prazo maior. Em períodos de fechamento do mercado externo, soluções “heterodoxas” criaram instituições – tipicamente os fundos públicos para-fiscais e os próprios bancos públicos e agências de fomento, além dos

mecanismos cambiais e inflacionários – que, historicamente, propiciaram o financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro. Contudo, estas instituições estão sempre sob a “mira” dos que entendem que cabe, exclusivamente, ao “mercado” – inclusive ao externo – assumir essa tarefa.

Nos anos 90, o mais recente período de abertura externa, novamente ganhou hegemonia política a visão de que o Brasil deveria aceitar, como fato inexorável, as “regras de conduta” exigidas pelo mundo globalizado. Inclusive por pressão do Banco Mundial, na história recente de liberalização e abertura financeira da economia brasileira, verificou-se a extinção de instituições públicas. Uma coleta simples de informações sobre a taxa de crescimento da economia evidencia seu declínio no período mais recente, o de “liberalização financeira”, em relação ao período anterior, o de “repressão financeira”. Os ganhos obtidos em períodos de abertura financeira são restritos e curtos, às custas de perdas sociais amplas e duradouras, entre as quais o próprio subdesenvolvimento do mercado financeiro nacional.

O problema do financiamento da acumulação de capital no Brasil permanece. Creio que não será equacionado com soluções que pregam, indistintamente, liberalização do setor financeiro – inclusive com abertura indiscriminada à entrada de bancos estrangeiros e privatização dos bancos públicos – associada à regulamentação prudencial e reformas legais... Não se deve negar que algumas das “velhas instituições” possam ter-se tornado obsoletas, disfuncionais, ou mesmo que sua gestão tenha gerado, em alguns casos, prejuízos à economia nacional. Contudo, não se deve esquecer a realidade histórico-institucional de cada economia, e o direito e o dever de buscar soluções próprias para o seu desenvolvimento. É uma questão de soberania, de livre determinação do destino da nação por seus cidadãos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKERLOF, G. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**. Cambridge, v.84.
- ARAÚJO, A. (1998). **A escola do Rio: fundamentos políticos da nova economia brasileira**. São Paulo: Alfa-Omega.
- BANCO MUNDIAL. (2001). **Memorando do Presidente do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento e da Corporação Financeira Internacional aos Diretores Executivos sobre o Relatório de Progresso da Assistência ao País para a República Federativa do Brasil**. (Relatório n. 22116-BR). [disponível *on line* em <http://www.worldbank.org>]
- BARRO, R. J. (1992). Novos-clássicos e keynesianos, ou os mocinhos e os bandidos. **Literatura Econômica**, Rio de Janeiro. (n. especial)
- BERNANKE, B. (1983). Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression. **American Economic Review**. Nashville, v.73, n.3.
- BLANCHARD, O. J. (1992). Novos-clássicos e novos-keynesianos: a longa pausa. **Literatura Econômica**, Rio de Janeiro. (n. especial)
- BRIGHAM, E.; HOUSTON, J. (1998). **Fundamentals of financial management**. Orlando:The Dryden.
- CANUTO, O. (2001). Uma arquitetura mais apertada: são severos os códigos de boa conduta estabelecidos na arquitetura financeira internacional. **O Estado de São Paulo**. São Paulo, 12 jun.
- CANUTO, O. ; FERREIRA Jr., R. (1999). Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano? **Texto para Discussão**. IE/UNICAMP. n.73
- CAPRIO, G. ; HANSON, J. (1999). **The case for liberalization and some drawbacks**. [disponível *on line* em <http://www.worldbank.org/research/interest/confs/past/papers18/papers.htm>]
- CAPRIO, G. ; HONOHAN, P. ; STIGLITZ, J. (1999). **Financial liberalization: How far? How fast?** [disponível *on line* em <http://www.worldbank.org/research/interest/confs/past/papers18/papers.htm>]

- CINTRA, M. (1993). **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira**. Campinas. IE/UNICAMP. (dissertação de mestrado apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas)
- CORBO, V. ; MELO, J. (eds.) (1985). **Scrambling for survival: how firms adjusted to the recent reforms in Argentina, Chile, and Uruguay**. Washington D.C.: World Bank. (World Bank Staff Working Paper n. 764)
- COUTINHO, L. ; BELLUZZO, L. (1998). **Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas**. IE-UNICAMP (Texto apresentado ao Seminário Internacional "Regulation of Global Financial Flows").
- COSTA, F. ; DEOS, S. (2000). Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira. In: Primeiras Jornadas de História Regional Comparada. **Anais ...** Porto Alegre: FEE; PUC/RS; IPEA.
- DEMIRGÜC-KUNT, A. ; DETRAGIACHE, E. (1998). **Financial liberalization and financial fragility**. Washington D.C.: World Bank. (Paper prepared for the Annual World Bank on Development Economics)
- DEOS, S. (1997). **A hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais**. Porto Alegre. IEPE/UFRGS. (dissertação de mestrado apresentada ao Centro de Estudos e Pesquisas Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul)
- _____. (1999). Novoclássicos e novokeynesianos: algumas considerações sobre as semelhanças e diferenças nos fundamentos microeconômicos e no tratamento da dicotomia entre fenômenos reais e monetários. **Leituras de Economia Política**. Campinas, n.7.
- DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. **Journal of Development Economics**. Amsterdam, n.19
- DRAKE, P. (1996). La economía política de los asesores y prestamistas extranjeros en América Latina. **Pensamiento Iberoamericano**. Madrid, n.30.
- EARP, F. (2000). A tríplice revolução da geração keynesiana: notas sobre a dinâmica da difusão das idéias econômicas. **Ensaio FEE**. Porto Alegre, v.21, n.2.
- FAMA, E. (1980). Banking in the theory of finance. **Journal of Monetary Economics**. Amsterdam, v.6.
- _____. (1985). What's different about banks? **Journal of Monetary Economics**. Amsterdam, v.15.

- FERREIRA, A. (1997). **Teoria macroeconômica e desemprego involuntário**. São Paulo. FEA/USP. (dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Estadual de São Paulo)
- FERREIRA Jr., R. (1998). **Estruturas financeiras e flutuações econômicas**. Campinas. IE/UNICAMP. (tese de doutorado apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas)
- FISHER, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. **Econometrica**. Menasha, n.1.
- FRIEDMAN, M. ; SCHWARTZ, A. (1963). **A monetary history of the United States** (1867-1960). Princeton: Princeton University Press.
- GERTLER, M. (1988). Financial structure and aggregate economic activity: an overview. **Journal of Money, Credit and Banking**. Columbus, v.20. n.3.
- GOLDSMITH, R. (1963). **La estructura financiera y el crecimiento económico**. México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- GOODFRIEND, M. ; KING, R. (1997). The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. **NBER Macroeconomics Annual**. Cambridge. MIT.
- GORDON, R. (1990). What is new-keynesian economics? **Journal of Economic Literature**. Nashville, v.28.
- GREENWALD, B. ; STIGLITZ, J. (1990). Asymmetric information and the new theory of the firm: financial constraints and risk behavior. **American Economic Review**. Nashville, v.80. n.2.
- _____. (1993). New and old keynesians. **Journal of Economic Perspectives**. Nashville, v.7. n.1.
- GREENWALD, B. ; STIGLITZ, J. ; WEISS, A. (1984) Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. **American Economic Review**. Nashville, v.74. n.2.
- GURLEY, J. ; SHAW, E. (1955). Financial aspects of economic development. **American Economic Review**. Nashville, v. 45. n.4.
- _____. (1960). **Money in a theory of finance**. Washington, D.C: The Brookings Institution.
- HERMANN. J. (2000). O modelo de racionamento de crédito e a política monetária novo-keynesiana: uma análise crítica. **Revista de Economia Política**. São Paulo, v.20. n.2.

HONOHAN, P. (1997). **Banking system failures in developing and transition countries: diagnosis and prediction**. Basileia: BIS. (Bank for International Settlements Working Paper n.39)

_____. (1999). **Financial liberalization: How far? How fast?** [disponível *on line* em <http://www.worldbank.org/research/projects/finliber.htm>]

_____. (2000). **The evolution of interest rates across economies: a statistical survey**. [disponível *on line* em <http://www.worldbank.org/research/interest/conf/past/papers18/papers.htm>]

HONOHAN, P; STIGLITZ, J. (1999). **Robust financial restraint**. [disponível *on line* em <http://www.worldbank.org/research/interest/conf/past/papers18/papers.html>]

HODGSON, G. (1996). Varieties of capitalism and varieties of economic theory. **Review of International Political Economy**. Londres, v.3. n.3.

JAFFEE, D. ; RUSSELL, T. (1976). Imperfect information, uncertainty, and credit rationing. **Quarterly Journal of Economics**. Cambridge, v.90.

JAFFEE, D. ; STIGLITZ, J. (1990). Credit rationing. In: FRIEDMAN, B. ; HAHN, F. (org.). **Handbook of monetary economics**. V.II. Amsterdam: North-Holland.

KING, R. ; PLOSSER, C. (1984). Money, credit, and prices in a real business cycle. **American Economic Review**. Nashville, v.74. n.3.

LAEVEN, L. (2000). **Financial liberalization and financing constraints: evidence from panel data on emerging economies**. (World Bank Staff Working Paper n.2467) [disponível *on line* em <http://www.worldbank.org>]

LELAND, H. ; PYLE, D. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediaries. **Journal of Finance**. Chicago, v.32. n.2.

LICHTENSZTEJN, S. ; BAER, M. (1987) **Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial**. São Paulo: Brasiliense.

LOUREIRO, M. (1997). **Os economistas no governo: gestão econômica e democracia**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas.

McKINNON, R. (1973). **Money and capital in economic development**. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

- MISHKIN, F. (1978). The household balance sheet and the great depression. **Journal of Economic History**. New York, v.38.
- _____. (2001). **Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries**. (National Bureau of Economic Research Working Paper Series n.8087) [disponível *on line* em <http://papers.nber.org/papers/>]
- _____. (1992). Anatomy of a financial crisis. **Journal of Evolutionary Economics**. Oxford;Malden, v.2.
- MODIGLIANI, F. (1944). Liquidity preference and the theory of interest and money. **Econometrica**. Menasha, n.12
- MODIGLIANI, F. ; MILLER, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**. Nashville, v. 48. n. 3.
- ORDOVER, J. ; WEISS, A. (1981). Information and the law: evaluating legal restrictions on competitive contracts. **American Economic Review**. Nashville, v.71. n.2.
- POSSAS, M. (1997). A cheia do "mainstream": comentário sobre os rumos da ciência econômica. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro. n.1.
- ROMER, D. (1993). The new keynesian synthesis. **Journal of Economic Perspectives**. Nashville, v.7. n.1.
- ROTHSCHILD, M. ; STIGLITZ, J. (1976). Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information. **Quarterly Journal of Economics**. Cambridge, v.90.
- REILLY, F. ; BROWN, K. (1997). **Investment analysis and portfolio management**. Orlando: The Dryden Press.
- SHAW, E. (1973). **Financial deepening in economic development**. New York: Oxford University Press.
- SILVA, M. (1996). Desenvolvimentos recentes em macroeconomia. **Nova Economia**. Belo Horizonte, v.6. n.1.
- SPENCE, M. (1973). Job market signaling. **Quarterly Journal of Economics**. Cambridge, v.87.

- SRINIVASAN, T. (2000). The Washington Consensus a decade later: ideology and the art and science of policy advise. **The World Bank Research Observer**. Washington, v.15. n.2.
- STANDING, G. (2000). Novo paradigma de desenvolvimento ou terceiro ondismo? **Insight-Inteligência**. Ano 3. n.10. [disponível *on line* em <http://www.insightnet.com.br/inteligencia>]
- STIGLITZ, J. ; WEISS, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**. Nashville, v.71. n.3.
- STIGLIZ, J. (1984). Information and economic performance. **The Economic Journal**. Londres, v.95.
- _____. (1988). Money, credit and business fluctuations. **The Economic Record**. Melbourne, v.64. n.187.
- _____. (1989). Markets, market failures, and development. **American Economic Review**. Nashville, v.79. n.2.
- STUDART. R. (2000). **Estado, mercados e financiamento do desenvolvimento**. (mimeo)
- TOBIN, J. ; BRAINARD. W. (1963). Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls. **American Economic Review**. Nashville, v.53.
- TOBIN, J. (1975). Keynesian models of recession and depression. **American Economic Review**. Nashville, v.65. n.2.
- TSURU, K. (2000). **Finance and growth**: some theoretical considerations, and a review of the empirical literature. Organisation for Economic Cooperation and Development. (EDWP n. 228). [disponível *on line* em <http://www.oecd.org/eco/eco>]
- VIRMANI, A. (1982). **The nature of credit markets in developing countries: a framework for policy analysis**. (World Bank Staff Working Paper n.524)
- WILLIAMSON, J. (2000). What should the World Bank think about the Washington Consensus? **The World Bank Research Observer**. Washington, D.C., v.15. n.2.