

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

UMA VISÃO CRÍTICA DA TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA

*Este exemplar
é responsável ao ori-
ginal da tese defendi-
da por Marcos Antonio
Macedo Cintra em 04.06.93 e
orientada pelo Prof. Dr.
Luiz Carlos Mendonça de Barros*

MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA 1993

Ma

Dissertação de Mestrado apresentada
ao Instituto de Economia da
Universidade Estadual de Campinas,
sob a orientação do Prof. Dr.
Luiz Carlos Mendonça de Barros.

CAMPINAS

1993

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

A meus pais e irmãos,
Ademar Macedo, Geraldina Cintra,
Magda, Marta Helena e Ademar Jr.
Para Antonio Rezende, Ariane e
James Boeira, amigos inseparáveis.

AGRADECIMENTOS

Parafraseando *Tonio Kroeger* de Thomas Mann afirmo que não se formam intelectuais sem renúncias e sem grupos de discussão crítica e estímulo à reflexão e à ousadia. Neste sentido, quero agradecer a meus professores e colegas do Instituto de Economia da UNICAMP (desde 1980) e do CEBRAP (desde 1991) que possibilitaram a realização deste trabalho.

As discussões efetuadas com os economistas Antonio Carlos Abatepaulo, Carlos Cavalcanti, Carlyle Vilarinho, Eduardo Guardia, J. Mauro Gomes, Maria Luiza Fahim, Reynaldo P. Filho, Sandra Brandão, e com especialistas de outras áreas, graças ao convívio interdisciplinar proporcionado pelo Programa de Formação de Quadros Profissionais do CEBRAP, Andre Duarte, Eduardo Ferreira, Gustavo Ayrosa, João Vargas, Omar Thomaz e Pedro Puntoni foram fundamentais na elaboração e desenvolvimento desta dissertação. Porém, é necessário, como de praxe, ressaltar a minha inteira responsabilidade por eventuais equívocos existentes no corpo da exposição.

Menção especial devo fazer a Mônica Baer, a João Manuel Cardoso de Mello, a Liana Maria Lafayette Aureliano da Silva, a Luis Felipe de Alencastro e a Jose Arthur Giannotti, pela seriedade intelectual cuja influência foi e continua sendo decisiva em minha formação.

Devo salientar que foi Mônica Baer que me sugeriu este trabalho, na forma de um *working paper*, no âmbito de uma pesquisa mais ampla, quando eu terminava os créditos de pós-graduação. Uma demonstração de confiança que culminou na elaboração dessa dissertação de mestrado.

Sou grato, ainda, a Luiz Carlos Mendonça de Barros, que equilibrando o rigor científico e o pragmatismo, tornou possível a finalização do presente trabalho.

É claro, que sem a colaboração generosa da Márcia Leitão e do Jose Alberto Curti nenhuma dissertação de mestrado é possível. Marta Helena, minha irmã, foi solidária na revisão atenta das traduções e dos originais.

Lembro, por fim, o apoio institucional do Programa de Bolsas de Mestrado do sistema CAPES/CNPq e do CEBRAP, através dos quais pude dispor dos meios necessários à confecção do trabalho.

AMERICA (fragmento)

Carlos Drummond de Andrade

"Ah, por que tocar em cordilheiras e oceanos!
Sou tão pequeno (sou apenas um homem)
e verdadeiramente só conheço minha terra natal,
dois ou três bois, o caminho da roça,
alguns versos que li há tempos, alguns rostos que
contemplei.
Nada conto do ar e da água, do mineral e da folha,
ignoro profundamente a natureza humana
e acho que não devia falar nessas coisas."

SUMARIO

	Página
INTRODUÇÃO	6
CAPITULO 1 - A TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA, FISCAL E DO COMERCIO EXTERIOR	19
1.1 A complementaridade entre a acumulação financeira e a acumulação produtiva de capital: a politica de liberalização financeira	24
1.2 A desmontagem das distorções sobre o comércio exterior de bens e serviços e de capitais	35
1.3 A racionalização da politica e dos gastos fiscais	39
1.4 O enfoque liberalizante como um sistema que envolve a poupança privada, os recursos fiscais e o setor externo	41
CAPITULO 2 - UMA VISÃO CRITICA DA TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA	46
2.1 O financiamento do desenvolvimento econômico e a repressão financeira	49
2.1.1 O papel residual da poupança no crescimento econômico	51
2.1.2 A função ativa do credito no financiamento do investimento	56
2.1.3 O circuito <i>finance-investimento-funding</i>	64
2.1.4 A capacidade de autofinanciamento do setor produtivo	69
2.1.5 O papel do financiamento externo	73
2.1.6 O manejo do <i>finance</i> e do <i>funding</i> nos mercados financeiros contemporâneos dos países centrais	74
2.2 As especificidades do padrão de financiamento latino-americano: contratos financeiros em condições inflacionarias	94
2.2.1 O monitoramento do <i>finance</i> e do <i>funding</i> em condições de inflação crônica	105
2.3 A experiência de liberalização financeira dos países do Cone Sul (1973-1984)	110
2.3.1 A teoria da repressão financeira e a expansão dos investimentos	117
CONSIDERAÇÕES FINAIS	120
ANEXO ESTATISTICO	129
BIBLIOGRAFIA	173

"A enorme concentração de poder que caracteriza o mundo contemporâneo (...) coloca a América Latina em condições de flagrante inferioridade, em virtude do atraso que suas economias acumularam e das exíguas dimensões dos mercados nacionais. Desta observação decorrem diretamente duas consequências. A primeira é que o reencontro dos povos latino-americanos em um destino comum se impõe cada vez mais como uma ideia-força a todos aqueles que pretendam lutar contra o subdesenvolvimento; e a segunda, que a tentativa de reproduzir entre nós a experiência de desenvolvimento econômico no quadro de instituições liberais parecerá mais uma quimera a todo observador lucido de nosso processo histórico. Frente à transnacionalização da economia, a opção do Estado liberal significa, hoje em dia, nas economias dependentes, renunciar a ter objetivos próprios, aceitar uma progressiva desorganização interna, talvez a perda do próprio sentido de identidade nacional."¹

INTRODUÇÃO

Os programas de liberalização financeira e comercial no Cone Sul (Argentina, Chile e Uruguai), a partir de 1973, estão na origem de um longo processo de reformas que culminou no chamado "Consenso de Washington".² Esta "nova e sábia convenção", qual seja, uma pauta de reformas exigidas da América Latina (e da periferia capitalista como um todo) pelo Banco Mundial, FMI, Tesouro, FED e Departamento de Estado dos Estados Unidos, bem como pelos Ministérios das Finanças dos demais países do Grupo dos 7 e pelos principais bancos internacionais credores, consolidou-se na segunda metade da década de oitenta. De fato, este conjunto de propostas de política econômica constitui as condicionalidades para a renegociação das dívidas externas -

¹ FURTADO, Celso: "El conocimiento económico de América Latina", *Comercio Exterior*, Vol. 26, No. 5, México, 1976, p. 524-529.

² Uma "verdadeira revolução intelectual" que converteu as elites latino-americanas e as burocracias internacionais a convicção de que não haveria outro caminho possível para o sul do continente. Cf. WILLIAMSON, John: "Reformas políticas na América Latina na década de 80". *Revista de Economia Política*, Vol. 12, No. 1, Ed. Brasiliense, SP, 1992; "What Washington means by policy reforms?". In: IDEM (Org.): "Latin America adjustment, how much has happened?", Washington, Institute for International Economics, 1990.

e para a readmissão no sistema financeiro internacional - dos países, que apresentam desequilíbrios nos balanços de pagamento e nas contas públicas. ³

Mais precisamente, o "Consenso de Washington" se articula sob a necessidade de um programa de "ajuste" macroeconômico, com uma estabilização monetário-fiscal ortodoxa, seguido de um pacote de reformas "estruturais" indispensáveis a retomada do desenvolvimento, conforme o modelo neoliberal da escola da *public choice*. ⁴ Trata-se de "(...) uma sequência lógica de estágios - ou o que se poderia chamar de um padrão de ajustamento necessário - pelos quais os países tem de atravessar para a retomada do crescimento." ⁵ No estágio I a prioridade é a obtenção de um superavit fiscal primário, através do modelo tradicional de contenção da demanda do FMI. No estágio II implementam-se as políticas liberalizantes dos mercados financeiros, do câmbio, do trabalho e de bens e serviços; privatizam-se estatais, etc. Somente após a plena execução destas políticas as economias podem retomar o crescimento e

³ Paradoxalmente, o "Consenso de Washington" não faz nenhuma referência à dívida externa que foi estatizada no início dos anos 80 e constitui uma das matrizes da crise fiscal da maioria dos países capitalistas periféricos. Sabe-se, no entanto, que a partir de 1985, com o Plano Brady, a redução limitada (na margem) da dívida externa passou a ser admitida, porém internacionalmente considera-se que o problema tem sido grossly overestimated. Cf. GRESSER PEREIRA, Luiz Carlos: "A crise da América Latina: consenso de Washington ou crise fiscal?", Revista Pesquisa e Planejamento Econômico, Vol. 21, No. 1, IPEA-RJ, 1991.

⁴ Defendem o Estado mínimo cujo "(...) papel é o de garantir o direito à propriedade, o seu processo de troca, e o de policiar em todos os níveis, o relacionamento entre as partes contratantes." Cf. BUCHANAN, J. M.: "The limits of liberty: between anarchy and Leviathan", Chicago University Press, Chicago, 1975, p. 163. Ver também, OLSON, M.: "The logic of collective action. Public goods and the theory of groups", Shoken Books, New York, 1971; IDEM: "The rise and decline of nations", Yale University Press, Yale, 1982; MONACO, M. & ROWLEY, C.: "A political economy of budget deficits", 1987.

⁵ SELOWSKI, M.: "Stages in the recovery of Latin America's growth", Finance & Development, Washington, 1990. (Grifos NANC)

restaurar a credibilidade internacional. Ademais, apenas aquelas que mostrarem uma firme vontade política na implantação das reformas estruturais podem esperar algum apoio das instituições oficiais e/ou multilaterais de crédito. *

As diversas taxionomias destas reformas - "do caminho a ser trilhado" - incluem entre outras:

a) disciplina fiscal que implica superavit primário (descontado o serviço da dívida interna e externa) e um deficit operacional de até 2% do PIB;

b) priorização dos gastos públicos em saúde, educação e infra-estrutura;

c) reforma tributária com ampliação da base de arrecadação e corte de incentivos e subsídios;

d) liberação das taxas de juros nominais e dos controles sobre o sistema de crédito;

e) "flexibilização" das relações capital-trabalho com a eliminação de alguns "privilégios" e das interferências estatais na determinação dos salários;

f) definição de uma política cambial que assegure uma taxa de câmbio real capaz de induzir a expansão das exportações e a manutenção desta competitividade no futuro;

g) liberalização do comércio exterior através da eliminação das restrições quantitativas e redução progressiva das tarifas ate atingirem uma taxa uniforme, em

* FANELLI, José Maria; FRENKEL, Roberto & ROZENWURCEL, Guillermo: "Growth and structural reform in Latin America. Where we stand", CEDES/UNCTAD, mimeo, Buenos Aires, 1990 (Existe uma edição em espanhol organizada por VIAL, Joaquín: "Adonde va América Latina? Balance de las reformas económicas", CIEPLAN, Santiago, 1992).

torno de 10% (não se atribui mais prioridade a liberalização dos fluxos de capitais);

h) privatização das empresas estatais;

i) supressão das barreiras ao investimento estrangeiro direto e às remessas de lucros; etc.

Este programa de reformas, implicitamente, postula como estratégia para se promover a eficiência e a competitividade dos meios de produção dos países em desenvolvimento, a sua integração à economia internacional.⁷ A modernização dos países latino-americanos, que tentaram, na sua maioria, se industrializar com escassa participação dos mercados de capitais e dos setores financeiros, exige, hoje, recursos externos abundantes (pagamento regular da dívida externa acumulada) e a viabilização de um setor exportador altamente competitivo, através da especialização de suas economias, aproveitando, em geral, suas bases de recursos naturais. A hipótese subjacente é que o setor externo (comércio, empréstimos e investimentos) deve financiar a reestruturação produtiva. Trata-se, então, de substituir as orientações de políticas econômicas fundamentadas no modelo de industrialização por substituição de importações pelo "modelo de capitalismo transnacional de livre mercado",⁸ caracterizado pela minimização do papel do Estado, abertura

⁷ Interrompe-se a formação do mercado nacional para privilegiar a integração internacional: "Na fase atual em que se pretende derivar o dinamismo da integração internacional, o que importa é fomentar o espírito competitivo em atividades com vocação para a exportação (...)", FURTADO, Celso: "Brasil - a construção interrompida", Faz e Terra, SP, 1992, p. 34.

⁸ VILLAREAL, René: "A contra-revolução monetarista. Teoria, política econômica e ideologia do neoliberalismo", Ed. Record, RJ, 1984, p. 347.

dos mercados e desregulação das atividades econômicas, e promoção das exportações.

Nesta concepção neoliberal do desenvolvimento periférico, ao Estado não cabe definir os horizontes de acumulação. Cabe-lhe, isso sim, assegurar infra-estrutura econômica e social bem como definir e manter estáveis as regras monetário-financeiras, fiscais e salariais necessárias para que os capitais privados encontrem os seus próprios horizontes de expansão através dos mercados interno e externo. Nas palavras de Fiori: "(...) a nova utopia conservadora propõe: desplanejamento com regras constantes. Rigorosamente o oposto do padrão desenvolvimentista". *

Os programas de liberalização, interna e externa, implementados nos países do Cone Sul representam a primeira tentativa de ruptura com a ideologia desenvolvimentista predominante na América Latina desde os anos 30. Vale dizer, foi nestes países que inicialmente a "teoria da repressão financeira, fiscal e do comércio exterior" sustentou um programa de reformas estruturais seguido pela aplicação da política de estabilização de uma economia aberta, o "enfoque monetário do balanço de pagamentos". No entanto, estes programas soçobraram antes mesmo do início da crise da dívida externa, em 1982, de modo que o seu malogro deve ser explicado pelas suas características intrínsecas e não por fatores exógenos, tais como inconsistência macroeconômica,

* FIORI, José Luis: "Cenários políticos brasileiros para a década de noventa", Documento No. 2.2.3, "São Paulo no limiar do século XXI: perspectivas dos setores produtivos 1980-2000", IPT/FECAMP/IE/UNICAMP, mimeo, Campinas, 1990, p. 20-21.

ordem sequencial das políticas, choques externos, etc., como faz a maioria dos analistas.¹⁰

De modo geral, estas revisões da gestão das políticas liberalizantes nos países do Cone Sul, efetuadas pelo *mainstream* internacional,¹¹ indicam quatro pontos vulneráveis no enfoque neoliberal:

a) a conta de capital deve ser o último fator a ser liberado a fim de reduzir a valorização cambial;¹²

b) a liberalização financeira precisa ser acompanhada por um fortalecimento da supervisão bancária e das regulações preventivas;¹³

¹⁰ Segundo um dos teóricos das reformas estruturais liberalizantes do Cone Sul: "Grande parte do declínio da economia chilena se deve às condições econômicas mundiais adversas no início dos anos 80: a inesperada deterioração nos termos de troca dos produtos primários não-derivados de petróleo, o abrupto aumento real nas taxas de juros internacionais e a valorização do dólar que contribuiu para ampliar o custo real do serviço da dívida externa do Chile." MCKINNON, Ronald I.: "Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America", *International Center for Economic Growth, Occasional Papers*, No. 6, 1988, p. 31. É evidente, que todas essas variáveis e o profundo processo de inovações tecnológicas desencadeado em meados da década de 70, de uma forma ou de outra, se relacionaram com a crise dos países do Cone Sul, como de resto, com a de todos os outros países. Entretanto, queremos salientar que atuaram sobre uma situação interna potencialmente explosiva (extremamente instável), agravada pela execução das políticas neoliberais.

¹¹ CORBO, Vittorio & MELÓ, Jaime de (Eds.): "Scrambling for survival: How firms adjusted to the recent reforms in Argentina, Chile and Uruguay", *World Bank Staff Working Papers*, No. 764, Washington, 1985; Idem (Eds.): "Liberalization with stabilization in the Southern Cone of Latin America: overview and summary", *World Development*, Vol. 13, No. 8, Oxford, 1985; EDWARDS, Sebastian: "Stabilization with liberalization: an evaluation of ten years of Chile's experiment with free-market policies, 1973-1983", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 37, No. 2, University of Chicago, Chicago, 1985, p. 223-253; STIGLITZ, Joseph E. & WEISS, Andrew.: "Credit rationing in markets with imperfect information", *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, 1981; VILLANUEVA, Delano & MIRAKHOR, Abbas: "Strategies for financial reforms: interest rate policies, stabilization, and bank supervision in developing countries", *INF Staff Papers*, Vol. 37, No. 3, Washington, 1990.

¹² MCKINNON, Ronald I. (1988), *op. cit.*, p. 35: "(...) a adoção de uma taxa de câmbio flutuante nos anos 70 não teria solucionado o problema fundamental de se evitar a entrada excessiva de capitais e a valorização real do peso durante o processo de estabilização da economia chilena, cada vez mais aberta."

¹³ CORBO, Vittorio; MELÓ, Jaime de & TYBOUT, James: "What went wrong with the recent reform in the Southern Cone", *Economic Development and Cultural Change*, Chicago, 1986, p. 630: "Um conjunto mínimo de regulações bancárias básicas sobre as carteiras dos bancos teria impedido a crise financeira interna."

c) a arbitragem internacional revelou-se um mecanismo inadequado para estancar os processos inflacionários, dada a existência de indexação formal e informal, principalmente dos salários;

d) o déficit fiscal deve ser eliminado (não o foi na Argentina).

A avaliação internacional consiste, na verdade, em uma maneira de se promoverem ajustes na implementação dos programas liberalizantes e não na lógica interna - as hipóteses e os princípios teóricos - que fundamenta os modelos neoliberais de estabilização e crescimento. Do nosso ponto de vista, o quadro interpretativo ou teórico, que dota de uma certa racionalidade os objetivos das políticas "recomendadas" pelo "Consenso de Washington", permanece nos seus fundamentos básicos o mesmo que justificou as políticas implantadas nos países do Cone Sul, e sobre o qual pretendemos desenvolver um exame crítico.¹⁴ Assim sendo, podemos identificar a existência de um limitado processo de "aprendizado social", que culminaria na universalização das prescrições a retomada do desenvolvimento, em meados da década de 80.

¹⁴ Devemos deixar claro que não intencionamos examinar criticamente as políticas postuladas pelo "Consenso de Washington" em si, mas os fundamentos teóricos que estão por trás tanto deste como das experiências neoliberais do Cone Sul. Para uma avaliação crítica do "Consenso de Washington", ver TAVARES, Maria da Conceição: "Las políticas de ajuste de Brasil: los límites de la resistencia", BID, Washington, 1993, p. 3: "Não basta desregular, privatizar e tentar reduzir o tamanho do Estado, como ensina a doutrina neoliberal. É preciso tentar reestruturá-lo e transformar o seu padrão de financiamento (fiscal, financeiro e patrimonial), além de mudar a forma de gestão e regulação pública. É verdade que se requer um Estado forte e ágil e não um big government paralisante, mas sua capacidade de intervenção e regulação eficientes não deveria desaparecer, pelo contrário, tem de fortalecer-se para instaurar todas as reformas necessárias."

Este processo fica explícito na avaliação do Banco Mundial: "Os inadequados marcos normativos sobre regulação preventiva foram particularmente evidentes nos países do Cone Sul (Argentina, Chile e Uruguai), que executaram programas ambiciosos para diminuir o intervencionismo estatal em seus sistemas financeiros na segunda metade da década de 70 e enfrentaram uma crise financeira de enormes proporções no início dos anos 80. Estas crises foram propiciadas pela liberalização financeira num contexto de instabilidade macroeconômica, agravada por erros nas políticas adotadas (tais como a utilização de taxas de câmbio sobrevalorizadas para combater a inflação) e pela inadequada supervisão e carencia de regulação preventiva. Essas desastrosas experiências de liberalização têm sido utilizadas, muitas vezes equivocadamente, por políticos e economistas da região para desalentar intentos de liberalização financeira. Se se desenvolve de forma correta e num contexto de relativa estabilidade macroeconômica e de políticas coerentes, a liberalização financeira não só é factível, mas também necessária para retomar o crescimento e a redução da fuga de capitais. A liberalização total do sistema deve ser precedida pelo fortalecimento do marco normativo e supervisor, assim como do restabelecimento de uma estabilidade macroeconômica sustentável." ¹⁵

¹⁵ MORRIS, Felipe F.; DORFMAN, Mark.; ORTIZ, José Pedro & FRANCO, Maria Cristina: "Latin America's banking systems in the 1980's: a cross-country comparison", *World Bank Discussion Paper*, No. 81, Washington, 1990, p. xix-xx. (grifos MANC)

Em consequência, nas indicações de política econômica, pós-1985, foram incluídas algumas modificações no programa de reforma, entre as quais destacamos: a possibilidade de uma política de estabilização baseada na coordenação de preços e salários; a supervisão e regulação dos sistemas financeiros; o estabelecimento de políticas cambiais ativas, que acarretam a desvalorização e possibilitam a retomada do crescimento econômico através da produção orientada para os mercados externos a fim de gerar as divisas necessárias para cumprir os serviços da dívida externa acumulada, etc.

Enfatizamos que esta redefinição do padrão de desenvolvimento da América Latina se identifica *pari passu* com o paradigma de ajuste estrutural desenvolvido pelo BIRD com estreita colaboração e permanente consulta do FMI. Nesta concepção, a eficiência e o equilíbrio das economias em desenvolvimento estão diretamente relacionados com a adoção de uma estratégia de desenvolvimento orientada para o exterior. Esta estratégia pressupõe uma política econômica que estimule as exportações e a substituição de importações nos setores em que o país tem capacidade de suportar a concorrência internacional. Vale dizer, há que se promover a expansão da capacidade produtiva e da produtividade, direcionando a alocação de recursos para os setores em que o país possa tirar proveito de economias de escala, especialização e vantagens comparativas. ¹⁶

¹⁶ SAMPAIO Jr., Flávio de Arruda: "Padrão de reciclagem da dívida externa e política econômica do Brasil em 1983 e 1984", particularmente o Capítulo II: "O Fundo Monetário Internacional e o padrão de ajustamento das economias endividadas", Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas, 1988.

A estratégia de desenvolvimento orientado para o exterior impõe-se, portanto, como alternativa aos modelos de "substituição de importações" e, no caso específico dos países latino-americanos, à política econômica defendida pela CEPAL. Não por acaso, foi no Chile que se iniciou, em 1984, a implantação do novo paradigma, abandonando-se a política de administração da crise da dívida por um programa de ajuste estrutural destinado a impulsionar o crescimento liderado pelas exportações, com "vantagens comparativas naturais": minerais, frutas, produtos do mar e florestais. Logo depois vieram os programas de liberalização e estabilização da Bolívia (1985), Costa Rica, México e Uruguai. Uma nova onda de reformas surgiu no final da década na Venezuela e na Argentina, se estendendo ao Brasil, Peru e Colômbia.¹⁷

Este código universal de políticas econômicas destinadas aos países em desenvolvimento, através do chamado "Consenso de Washington", consiste, na prática, em uma

¹⁷ Para uma análise dos limites e consequências do "Consenso de Washington" no Brasil ver CARDOSO DE MELLO, João Manuel: "Panorama da crise brasileira". In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA Jr., Paulo Nogueira (Orgs.): "A luta pela sobrevivência da moeda nacional", Paz e Terra, SP, 1992, p. 13-14. "É do complexo eletrônico-mecatrônico que vem e vira o dinamismo das economias desenvolvidas. A tendência, para nós, é a de ficarmos com os setores industriais de baixo conteúdo tecnológico: produzir, hoje, aço, alumínio ou papel não é muito diferente de fabricar tecidos, em 1930. Perderíamos, então, qualquer poder de crescimento autônomo, que deriva do investimento industrial nos novos setores. O ritmo de nosso desenvolvimento voltaria a depender exclusivamente do comportamento das exportações". E mais: "A globalização dos mercados financeiros e a interpenetração das estruturas empresariais quebraram as barreiras nacionais dentro do Primeiro Mundo e, ao mesmo tempo, excluíram países como o Brasil como local de investimentos de ponta. A exclusão não é absoluta, isto é, não implica a supressão do conjunto da indústria brasileira; nosso papel é o de exportadores de produtos industriais tradicionais e o de importadores de produtos e serviços de alta tecnologia. As transnacionais, portanto, não nos ajudarão a tentar acompanhar a Terceira Revolução Industrial. Mas também não abandonarão suas empresas fincadas nos setores de tecnologia madura. Salvo, é claro, em caso de uma desorganização econômica tão profunda e persistente quanto a da Argentina." (Grifos no original).

atualização, que se tornou hegemônica, das políticas prescritas pelos organismos multilaterais - FMI e BIRD. A similitude das políticas do "Consenso de Washington" com as defendidas pelo FMI, desde a década de cinquenta, fica patente na análise realizada por Lichtensztein & Baer: "(..) há uma menção constante à necessidade de que a alocação e a movimentação de recursos se ajustem as diretrizes do mercado internacional, isso é claro nas políticas comerciais, de preços, de investimentos e nas designadas como institucionais. É fácil advertir, a partir desse princípio, a fé nas leis do mercado e do preço único, as vantagens comparativas e um apoio declarado às estratégias de exportação ou de produção de bens comercializáveis internacionalmente." Ademais, "(...) as reformas estruturais se pronunciam a favor de redução do espaço que ocupa o Estado e das funções que desempenha." E finalmente: "As inumeráveis cartas de intenções e memorandos de acordo entre os governos e esse organismo (FMI) costumam recair sobre questões similares: maior realismo e uniformidade das taxas de câmbio, redução de déficit fiscal e dos subsídios, liberalização de preços e no tratamento dos capitais privados, metas de endividamento externo, criação monetária e crédito interno, e restrições salariais, entre os principais." ¹⁸

Gostariamos, ainda, de frisar que no primeiro ensaio neoliberal - nos países do Cone Sul, entre 1973/1983 -

¹⁸ LICHTENSZTEJN, Samuel & BAER, Monica: *Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial: estratégias e políticas do poder financeiro*, Ed. Brasiliense, SP, 1987, p. 89.

desmontaram-se as regras e instituições associadas ao funcionamento do padrão desenvolvimentista, acreditando ser possível a constituição de um modelo econômico puro de livre-mercado, isto é, que prescindia da intervenção estatal.¹⁹ Inversamente, na segunda fase - após 1985 - vem sendo possível (em alguns países) a construção de novas formas de integração e regulação entre o setor privado, interno e externo, e o Estado.²⁰

Entretanto, as inovações institucionais sobre o papel e formato do Estado agrega-se um estado de confiança que favorece a estabilização das expectativas através de acordos de comércio com os Estados Unidos (México e Chile); aportes de capital dos organismos multilaterais, notadamente, FMI e Banco Mundial (Chile); controle estatal do câmbio através da retenção das fontes de geração de divisas (petróleo no México e cobre no Chile); além de condições políticas internas capazes de impor esta estratégia (partido único no México e ditadura militar no Chile) e reestruturar a

¹⁹ Nas palavras de MARTINEZ DE HOZ, J. A.: "La redefinición y el redimensionamiento de la función del Estado", discurso do Ministro da Economia na Câmara Argentina de Comércio, 1980: "(...) se disse não à economia fechada e à autarquia industrial. Se disse que não se deve pretender produzir tudo e de tudo no país. A abertura econômica permite não só a concorrência, mas uma maior especialização na eficiência e aproveitar as vantagens da moderna divisão internacional do trabalho." Citado por ETULAIN, Carlos R.: "Intervenção do Estado, economia e petróleo: um estudo sobre liberalismo e nacionalismo na Argentina", Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas, 1991, p. 140.

²⁰ TAVARES, Maria da Conceição (1993), op. cit., p. 7 e 23: "(...) uma intervenção muito forte do Estado (chileno) nos mercados financeiros e cambiais, com apoio de recursos externos oficiais, ajudou a atravessar a crise de 1982-84. Depois de 1985 as políticas macroeconômicas e de reconversão industrial não tiveram nada de liberais e, em todo caso, supuseram uma participação efetiva e um grau de intervenção do Estado, tanto no quantitativo como no qualitativo, muito superiores às demais experiências de ajuste latino-americanas". E mais: "Chile e México são dois modelos de 'Estado-forte' onde o ajuste estrutural da última década, se bem traumático, se fez com a supremacia incontestável da burocracia em seu núcleo central de decisões."

composição interna do empresariado, na verdade, formar uma nova elite de poder; etc.²¹

Observamos, contudo, que esta estratégia de modernização neoliberal - uma completa e paradoxal aniquilação da obra desenvolvimentista -, liderada por uma "política ativa de comércio exterior" e longe das fronteiras tecnológicas com crescente valor agregado intelectual, reproduz e amplia mercados segmentados, internacionalizados e excludentes, sinalizando um aprofundamento da desigualdade e da heterogeneidade social.²² Assim, a consecução de um mercado interno de consumo de massas desaparece do horizonte latino-americano. Nas palavras de Belluzzo: "O ajustamento e as reformas estruturais recomendadas pelo Consenso de Washington supõem, nesta etapa de crise e impasse da ordem capitalista, o encolhimento das economias industrializadas da periferia."²³

²¹ De acordo com MONTERO, Cecilia: "La evolución del empresariado chileno: surge un nuevo actor?", Colección Estudios CIEPLAN, No. 30, Santiago, 1990, p. 107-110, desenvolve-se no Chile, impulsionada pelo modelo neoliberal, uma nova geração de empresários competitivos ou de mercado ligados às atividades modernas e ao mercado mundial: "Com a chegada do neoliberalismo no Chile, surge um modelo doutrinario no qual a busca do lucro passa a ser valorizada positivamente, e o empresário torna-se uma figura central para o progresso econômico. Este modelo foi introduzido junto com a economia de mercado e representa uma verdadeira ideologia do progresso. Uma sociedade, que valorizava os gerentes (da grande empresa estatal) e os políticos, começou a valorizar os empresários. (...) A revalorização do papel do empresário privado se logrou facilitando-lhes o acesso a recursos econômicos, acelerando a desregulamentação institucional e difundindo através dos meios de comunicação os valores e atitudes favoráveis à iniciativa privada. O resultado do conjunto destes processos foi a difusão de uma nova racionalidade baseada na concorrência e na busca do lucro. Durante o período autoritário estes foram os valores que outorgaram legitimidade social e se ergueram, portanto, como fontes de êxito e de prestígio."

²² CORTAZAR, Rene; FOXLEY, Alejandro & TOKMAN, Victor E.: "Legados del Monetarismo: Argentina y Chile", PREALC/OIT, Ed. Solar, Buenos Aires, 1984.

²³ BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, Revista Isto é, No. 1189, SP, 15.7.1992.

"(...) o longo declínio da Argentina, retornando do desenvolvimento ao subdesenvolvimento, pode ser atribuído diretamente a adoção da política de substituição de importação, em resposta à crise mundial da década de 1930."⁴

CAPITULO 1 - A TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA, FISCAL E DO COMERCIO EXTERIOR

A estratégia de modernização neoliberal iniciada na primeira metade da década de setenta nos países do Cone Sul latino-americano constitui, conforme mencionamos, um projeto de transformação da economia composto por um programa antiinflacionário e um conjunto de reformas institucionais destinados a modificar, radicalmente, o padrão de desenvolvimento econômico e de organização do Estado, predominante desde os anos trinta.

Tratava-se de prosseguir em direção a um processo sustentado de auto-regulação pelo mercado, isto é, instaurar uma estratégia de crescimento assentada em mercados abertos e desregulados, combinado com uma nova estrutura financeira e bancária e um Estado minimizado. O modelo de crescimento sustentado no mercado interno, com uma economia fechada, deveria ser transformado num sistema de economia aberta e competitiva internacionalmente. Noutras palavras, por-se-ia um fim à política de substituição de importações que se consubstanciava em nacionalizações, subsídios maciços, regulamentação e intervencionismo generalizado na vida

⁴ FUKUYAMA, Francis: "O fim da história e o último homem", Ed. Rocco, RJ, 1992, p. 141.

econômica, investimentos astronômicos do Estado para criar uma indústria nacional e fortes barreiras alfandegárias para protegê-la da concorrência externa, dado que foram incapazes de manter o crescimento e a estabilidade econômica. Estes seriam restaurados através do livre jogo das forças de mercado.

Concentrar-nos-emos sobre um dos enfoques teóricos que forneceram sustentação às experiências de liberalização financeira e abertura comercial no Cone Sul. A análise das teses iniciais e da profunda revisão crítica e autocrítica, que sotreu a "teoria da repressão financeira, fiscal e do comércio exterior", tem como objetivo avaliar a liberalização econômica a *outrance* como política adequada à reestruturação produtiva de um país em desenvolvimento que enfrenta fortes restrições quanto a fontes de financiamento do investimento produtivo. ²

Os conceitos de repressão financeira, fiscal e do comércio exterior, especificamente orientados às economias em desenvolvimento, foram originalmente tratados na Universidade de Stanford (EUA), no início dos anos 70. ³

² Sobre o "enfoque monetário do balanço de pagamentos", outra referência importante para se compreender a experiência liberal no Cone Sul, ver FRENKEL, Jacob A. & JOHNSON, Harry: "The monetary approach to the balance of payments", George Allen & Unwin (Eds.), Londres, 1976; JOHNSON, Harry: "The monetary approach to the balance of payments: a non-technical guide", *Journal of International Economics*, No. 7, 1977; SOLIMANO, Andres: "Aspectos conceptuales sobre política cambiaria relevantes para América Latina". In: CORTAZAR, René (Ed.): "Políticas macroeconómicas - una perspectiva latinoamericana", CIEPLAN, Santiago, 1987; DAMILL, Mario; FANELLI, José María; FRENKEL, Roberto & ROZENWURCEL, Guillermo: "As relações financeiras na economia argentina", *Revista Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 18, No. 2, IPEA-RJ, 1988, p. 297-339; QUIJANG, José & FORTEZA, Alvaro: "Algunas enseñanzas de la experiencia neoliberal". In: "Uruguay '87 - la coyuntura económica nacional e internacional", Instituto de Economía/FESUR, Montevideo, 1987.

³ SHAW, Edward S.: "Financial deepening in economic development", Oxford University Press, New York, 1973; MCINNON, Ronald I.: "Money and capital in economic development", The Brookings Institution, Washington, D.C., 1973 (Existe uma edição em espanhol, "Dinero y capital en el desarrollo económico",

Baseando-se em estudos comparativos entre a América Latina e o Sudeste Asiático, ⁴ este pensamento econômico subscreve o argumento de que o crescimento latino-americano tem sido bloqueado pela aplicação de políticas de inspiração keynesiana, reprocessadas através do enfoque intervencionista cepalino. ⁵

Por repressão entende-se a situação de um mercado que enfrenta obstáculos institucionais (de política econômica e administrativos) para alcançar uma posição de equilíbrio, e portanto, comprometem a racionalidade do processo de alocação de recursos. ⁶

Para esses teóricos, ⁷ os governos dos países em desenvolvimento converteram-se em promotores da

trata-se de uma publicação conjunta do "Programa de Desenvolvimento de Mercados de Capitais" da OEA e CENLA, México, 1974). Junto a esta nova literatura econômica, que promovia a ampliação dos mercados financeiros, criou-se o referido Programa na OEA, sob a iniciativa do governo norte-americano.

⁴ A formulação desta teoria recebeu fortes influências dos estudos e prescrições de E. S. Shaw, John G. Gurley e Hugh T. Patrick, que participaram de uma missão do governo norte-americano para elaborar uma proposta de reforma financeira para a Coreia do Sul, em 1965. Através da elevação das taxas de juros nominais ocasionou-se um grande aumento da poupança financeira. MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 132.

⁵ SHAW, Edward S. (1973), op. cit., p. 31 e 233: "(...) todas as características especiais do subdesenvolvimento não podem justificar a substituição de princípios oriundos da análise do crescimento estável por irracionalidades "estruturalistas" sobre fenômenos monetários. (...) Não existe uma peculiaridade estrutural da economia atrasada que justifique uma terapia especial."

⁶ Argumentos similares foram apresentados nos anos 30, em debate com Keynes, por ÖHLIN, Bertil: "Teorias alternativas da taxa de juros - replica", *Literatura Econômica*, Vol. 9, No. 2, IPEA-RJ, 1987, p. 160: "Se um governo autoritário fixa uma taxa de juros muito mais baixa que a taxa que prevaleceria em um mercado livre, durante qualquer período a poupança e o novo investimento *ex post* permanecem, todavia, iguais, muito embora se verifique que a quantidade de crédito oferecida tenha sido menor que a demandada, ocorrendo uma espécie de "acionamento". Vale lembrar que o mercado de crédito reage da mesma maneira que o de bens, quando são fixados preços máximos." (Grifos no original) Na verdade, Shaw, McKinnon e Öhlin estão associados à tradição da teoria de poupança e investimento de Estocolmo, também conhecida como teoria wickselliana da taxa natural de juros ou teoria dos fundos de empréstimos. WICKSELL, Knut: "Lectures on political economy", Vol. II, "Money", Augustus M. Kelley Publishers, Fairfield, 1978. (Existe uma edição brasileira na Coleção "Os Economistas", Nova Cultural, SP, 1986.)

⁷ Embora não idênticos, os argumentos e conclusões das obras de Shaw e McKinnon não possuem diferenças substantivas, fazendo com que essa teoria seja associada a ambos. Privilegiaremos a formulação de McKinnon por ter acompanhado mais de perto a implementação de suas sugestões no Cone Sul e realizado algumas avaliações críticas.

transformação econômica ao estimularem novas atividades industriais mediante a "substituição de importações". A estratégia utilizada foi a manipulação dos preços internos e do comércio exterior, através de concessões fiscais, proteção tarifária, financiamento bancário a baixo custo e taxas de câmbio múltiplas. Por conseguinte, introduziram "imperfeições nos mercados de produtos e de fatores" e o mecanismo de regulação do mercado através de um adequado sistema de preços deixa de ter eficácia na alocação de recursos. Na linguagem liberal: as "distorções" impostas pela política econômica impedem a geração de um sistema de preços de equilíbrio de longo prazo.

Os mercados dos países em desenvolvimento operam, então, de forma fragmentada. Vale dizer, os agentes econômicos se encontram diante de diferentes preços para os mesmos serviços, graças a intervenção governamental seletiva, o que determina discrepâncias nas taxas de rentabilidade dos ativos de capital e financeiros.

A partir destas observações sobre as economias em desenvolvimento, definem um conceito alternativo de desenvolvimento econômico, como "a redução da grande dispersão entre as taxas de rendimento social das inversões existentes e das novas inversões a serem efetuadas pelos empresários nacionais", dado que esta dispersão reflete a deficiente alocação do capital existente e freia a nova acumulação. Ademais, supõem que para suprimir todas as formas de fragmentação "é essencial a unificação do mercado

de capitais", que aumentaria as taxas de rendimento dos poupadores internos e ampliaria as oportunidades de investimento. Sendo assim, trabalham com a hipótese "(...) de que a fragmentação dos mercados de capitais - endêmica nos países em desenvolvimento - gera o uso inadequado do trabalho e da terra, elimina o desenvolvimento empresarial e condena setores importantes da economia a níveis tecnológicos inferiores".⁹

O mercado de capitais reprimido é a fonte das distorções. Porém, quando liberalizado torna-se o instrumento - a "mão invisível" - que impulsionará a igualação das taxas de rentabilidade dos ativos de capital e financeiros, bem como a adoção de melhores sistemas tecnológicos, ao garantir os recursos financeiros àqueles que possuem as melhores oportunidades de investimentos. A taxa de rentabilidade, por si só, deve permitir a clara sinalização aos agentes econômicos, na existência de um sistema financeiro que capta e empresta livremente a taxas de juros reais positivas. Elimina-se, assim, a necessidade de uma decisão "pública" em cada campo da atividade econômica.

O centro da análise desloca-se, então, da fragmentação geral dos mercados para os nexos entre os processos monetários e a acumulação de capital no mundo em

⁹ HICKINSON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 10 e 11. Encontramos argumentos similares em WICKSELL, Knut (1978), op. cit. p. 13: "Se bancos são abertos num país que anteriormente carecia deles e no qual a maior parte do dinheiro ficava escondida em "caixas-fortes e cofres", esse dinheiro passará então à circulação; por esse motivo, além do aumento do espírito de empresa, os preços se elevarão de modo mais ou menos acentuado."

desenvolvimento, e transforma-se num "enfoque financeiro do desenvolvimento económico".

1.1 A complementaridade entre a acumulação financeira e a acumulação produtiva de capital: a política de liberalização financeira

O arcabouço argumentativo inicia-se estabelecendo a natureza das restrições financeiras que afetam as empresas nas economias em desenvolvimento: a falta de serviços financeiros organizados e a insuficiência dos substitutivos governamentais para os processos financeiros.

A limitada estrutura financeira dos países em desenvolvimento é dominada pelo sistema monetário, dado que a elevada incerteza sobre o futuro não permite "(...) transacionar facilmente com instrumentos financeiros distintos do dinheiro." * Ou seja, existem poucos mercados especializados na diversificação dos títulos financeiros - bônus, ações, hipotecas, etc - prevalecendo a intermediação através do mecanismo monetário. A moeda, M_2 , definida amplamente e abarcando os depósitos do sistema bancário (que rendem ou não juros), mais as notas em poder do público, pode ser considerada o único ativo financeiro disponível.

* MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 46. Argumento semelhante aparece em WICKSEIL, Knut (1978), op. cit., p. 71: "(...) nos países onde o crédito organizado - o sistema bancário e o mercado de capitais - se encontra ainda em desenvolvimento, as disponibilidades de caixa seriam frequentemente maiores e o giro dos negócios exigiria grandes quantidades de dinheiro."

Conseqüentemente, as relações de débito e crédito na economia são muito restritas e a única fonte de financiamento das inversões seria o acúmulo de saldos monetários para o autofinanciamento. Este fica condicionado, então, pelo volume dos lucros retidos e pelo custo de oportunidade de efetuar uma poupança interna para uma eventual compra de bens de capital no futuro.

As economias em desenvolvimento apresentam uma restrição financeira - ausência de um mercado financeiro com amplas operações ativas e passivas - que impede a planificação dos investimentos produtivos de acordo com as condições técnicas do mercado. Os investimentos são, geralmente, realizados na margem e em pequenas proporções.

Noutras palavras, a pequena magnitude do sistema monetário-financeiro amplifica a incompatibilidade entre as especificidades técnicas dos equipamentos e o volume de recursos exigidos, determinando uma estrutura produtiva caracterizada por grande dispersão na taxa de rentabilidade do capital fixo, já que as empresas operam em diferentes níveis de eficiência.

Esta situação é agravada pelo fato de que as autoridades econômicas destes países utilizam o sistema monetário-bancário para financiar parcela dos gastos fiscais. Supostamente, esta é uma das poucas alternativas de que dispõem as autoridades dado que as concessões fiscais são elevadas, as operações de mercado aberto são muito reduzidas ou inexistentes e o crédito externo é incerto.

De modo geral, os mecanismos utilizados pelas autoridades económicas para forçar o sistema bancário a prover o crédito necessário ao financiamento dos gastos fiscais são os seguintes: i) taxa de encaixe para os depósitos, em conta corrente e a prazo, superior a 50%; ii) controles sobre os valores máximos da taxa de juros, o que numa situação de inflação crónica resulta numa taxa de juros real negativa; iii) alocação seletiva de crédito. Visto que a taxa de juros real é negativa, as autoridades utilizam este mecanismo discricionário para subsidiar determinados setores económicos.

O resultado é um sistema financeiro fragmentado. Aqueles privilegiados que têm acesso ao crédito oficial recebem um subsídio; o restante, em compensação, tem que pagar taxas de juros reais muito elevadas no mercado informal. Os elevados encaixes sobre o sistema monetário-bancário reduzem a disponibilidade de recursos financeiros e, portanto, o montante de crédito. Finalmente, o controle sobre a taxa de juros e sobre a alocação do crédito concedido pelo sistema financeiro gera distorções na estrutura produtiva, pois aqueles "(...) agentes económicos favorecidos pelo governo logram créditos a taxas de juros reais negativas, o que na maioria das vezes reflete a baixa qualidade de seus projetos económicos." ¹⁰

Resumindo: "(...) o método mais usual nos países em desenvolvimento é o de manter um sistema monetário pequeno e

¹⁰ MCXINNON, Ronald I. & MATHIESON, D.: "How to manage a repressed economy", *Essays in International Finance*, No. 145, Princeton University, 1981, p. 6.

reprimido e, então, estabelecer um acúmulo de intervenções nos mercados de produtos e de fatores, como substitutivo da intermediação bancária".¹¹ A prática de políticas restritivas frente ao mercado de capitais produziria uma situação de "repressão financeira", ou seja, implicaria níveis reduzidos de ativos monetários e de poupança financeira frente ao produto nacional bruto. Isto seria reforçado pela associação com déficits fiscais financiados por emissão monetária. A elevação da inflação resultante deprimiria a demanda por ativos monetários, consolidando a preferência pelo consumo, por ativos reais (imóveis, terras, etc) e de risco (ouro, dólar, etc).

Ressaltamos que em função de medidas institucionais restritivas, o mercado de poupança não estaria em equilíbrio, obstruindo o aprofundamento financeiro (elevação das relações dos ativos monetários e financeiros com o produto nacional), fundamental para o crescimento econômico. Enfim, a existência de políticas públicas de crédito é diretamente relacionada ao baixo nível da poupança financeira da economia de um modo geral.

McKinnon constrói, então, um esquema teórico sobre os processos monetários dos países em desenvolvimento buscando justificar o "(...) efeito favorável da reforma monetária sobre o desenvolvimento econômico, ao aliviar as restrições financeiras sobre a formação de capital."¹²

¹¹ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 121.

¹² MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 81.

Para demonstrar como o dinheiro estimula o processo de acumulação de capital produtivo na presença de mercados de capitais imperfeitos e de indivisibilidades técnicas, recorre-se a postulação de que, nestes casos, a moeda e os ativos de capital seriam complementares, até o ponto em que o retorno da posse da moeda superasse aquele dos ativos de capital. ¹³

Define-se, a partir daí, uma função demanda por dinheiro real, L,

$$(M/P) = L (Y, I/Y, d - P^*)$$

sendo,

M/P - os saldos monetários reais, onde F representa um índice de preços;

Y - a renda corrente;

¹³ A partir das hipóteses de mercados de capitais perfeitos, divisibilidade técnica e moeda neutra haveria o efeito substituição entre ativos de capital e dinheiro, na medida em que uma baixa taxa de juros induziria a compra de ativos de capital. Este modelo seria inadequado para os países em desenvolvimento, ou seja, as hipóteses da teoria monetária convencional seriam válidas tão-somente para os países desenvolvidos. "Tanto as teorias neoclássicas como a keynesiana foram concebidas para economias maduras, com mercados de capitais em funcionamento, e podem ser danosas se aplicadas de forma acrítica em economias fragmentadas." MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 49. Para uma avaliação crítica destas hipóteses ver FERREIRA, Carlos Kawai Leal; FREITAS, Maria Cristina Penido de & SCHWARTZ, Gilson: "O sistema monetário-financeiro dos países em desenvolvimento", Relatório Parcial No. 7, p. 198 a 200, do projeto "O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado", IESP/FUNDAP/Sec. da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico do Estado de SP, SP, 1992. "Não há porque supor que os países desenvolvidos tenham tecnologia perfeitamente divisível ou mercados de capitais perfeitos. Também é irreal supor que nestes o crescimento se dá com queda na participação de haveres monetários, que competiriam com os ativos de capital. (...) não existe justificativa lógica para adotar hipóteses diferenciadas para países de graus de desenvolvimento diverso no âmbito de variáveis tão gerais como os agregados macroeconômicos..." E mais: "Uma vez que a diferenciação da teoria monetária postulada por Shaw e McKinnon não se sustenta, a teoria da repressão financeira perde sua roupagem de teoria do desenvolvimento (no sentido de postular uma etapa necessária)..."

I/Y - a relação entre o investimento e a renda corrente;
 $d - P^*$ - a expectativa sobre o rendimento real da moeda,
 onde d representa a taxa de rendimento nominal da
 posse de meios de pagamento (depósitos bancários
 a vista e a prazo mais o meio circulante), e P^* ,
 a taxa esperada de inflação.

A função L inclui a demanda por dinheiro para transações, através de Y ; e para o processo de acumulação de capital, através da relação I/Y .¹⁴ Além disso, incorpora a variação no custo de oportunidade de se reter dinheiro, na expressão $d - P^*$.

Destacamos que esta equação de demanda contraria um axioma básico das teorias monetárias ortodoxas,¹⁵ ao estabelecer uma relação positiva entre a acumulação de capital e os haveres monetários. Estes são claramente definidos como um "condutor" dos processos de investimentos.

Em seguida, define-se a função investimento, F ,

$$I/Y = F (r, d - P^*)$$

sendo,

¹⁴ Esta demanda de dinheiro para a acumulação de capital é formalmente semelhante ao motivo finance de Keynes. A diferença fundamental, que será tratada mais a frente, reside no fato de que para Keynes não existe a necessidade de poupança previamente acumulada para o sistema bancário avançar o crédito que financiará a aquisição dos novos ativos de capital.

¹⁵ Nas teorias monetárias ortodoxas (M. Friedman, H. G. Johnson, D. Levhari e D. Patinkin, R. Mundell), a moeda constitui apenas meio de troca e os mercados de capitais operam perfeitamente e sem custos para igualar os rendimentos de todos os ativos reais e financeiros com uma só taxa de juros real. Ou seja, o sistema monetário-bancário não tem nenhum papel especial a desempenhar no processo de acumulação de capital. No entanto, o modelo neoclássico "(...) não é facilmente transferível para economias pobres e fragmentadas." MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 60.

r - a taxa de retorno dos ativos de capital.

O investimento seria, então, uma função de r (taxa de retorno dos ativos de capital) e de $d - P^*$, a taxa de rendimento real da moeda, como definida anteriormente. Dada a complementaridade entre moeda e ativos de capital, o investimento seria incentivado até o ponto em que $r = d - P^*$. As autoridades monetárias deveriam permitir um aumento da oferta monetária nominal, até aquele indicador. ¹⁶

O aumento da rentabilidade real da moeda (aumento da taxa de juros nominal sobre os depósitos bancários, queda da taxa de inflação, abertura de novos serviços bancários, etc) pode acrescentar pronunciadamente a propensão a poupar e, por conseguinte, ao investimento. Estabelecem-se, então, os fundamentos entre o crescimento e a demanda por ativos financeiros.

O risco de crédito se reduz com o aumento da liquidez monetária, possibilitando aos bancos assumirem um papel de "emprestadores ativos" e, assim, "(...) os empréstimos outorgados pelas instituições financeiras tem a missão de romper os limites do autofinanciamento e aplicar a poupança de forma mais eficaz." ¹⁷ Ou seja, o sistema monetário-

¹⁶ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 148: "O sistema bancário tem de expandir até que o rendimento real da moeda mais o custo marginal de proporcionar serviços bancários dêem um resultado igual à rentabilidade marginal sobre novas inversões."

¹⁷ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 78.

financeiro se torna mais eficiente e o volume total de inversões aumenta.

Enfatizamos que a construção teórica - o modelo de acumulação de dinheiro e de capital - para mitigar a "repressão financeira" culmina na expansão do crédito bancário aos investidores. Mais especificamente: para se promover o desenvolvimento - a equalização das taxas de retorno dos diversos ativos - exigem-se transferências inter e intra-setoriais de extraordinárias magnitudes e "(...) um amplo sistema bancário (com instituições monetárias e não-monetárias) mostra-se absolutamente capaz de realizar isto com alto nível de eficiência, mediante as ações voluntárias das empresas e das famílias." ¹⁶ Desta forma justifica-se a reforma monetária e bancária para estimular o crescimento da produção ao aumentar a propensão a poupar e a qualidade da formação de capital. ¹⁷

A política adequada para produzir o aprofundamento financeiro seria incentivar a posse da moeda, elevando a sua taxa de retorno, contribuindo para elevar a poupança. Para isto, deve-se aplicar uma política de *real finance*, estimulando ativos monetários e não-monetários e unificando os mercados de capitais.

¹⁶ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 121.

¹⁷ O pressuposto subjacente à argumentação de McKinnon fica explícito em WICKSELL (1978), op. cit., p. 11 e 12: "No sentido moderno, poupar supõe entregar as poupanças a um banco, que as empresta o mais rápido possível a alguma empresa, que empregará essa quantia de modo *produtivo*." (Grifo no original)

Assim, a questão essencial do processo de liberalização financeira é a existência de altas taxas reais de juros.²⁰ As vantagens de um incremento das taxas reais de juros sobre as operações ativas e passivas que refletem a escassez de capital da economia são: i) concentra um enorme montante de recursos das famílias e das empresas no sistema financeiro organizado; ii) aumenta a propensão dos residentes aos depósitos em moeda nacional, estimulando o retorno de capitais aplicados no exterior em busca de melhores rentabilidades; iii) desvia a inversão de usos inferiores, pois os setores cuja taxa de retorno for inferior a taxa de juros possuem duas alternativas, ou substituem a tecnologia atrasada por uma capaz de elevar a rentabilidade e desta forma incrementam a taxa de crescimento global, ou contraem sua produção, o que não representa um problema, pelo contrário, tem um aspecto positivo, qual seja, "(...) nos países em desenvolvimento os recursos liberados por atividades inferiores são tão importantes quanto os novos recursos líquidos de poupança."²¹

Subsidiariamente, uma elevação pronunciada das taxas reais de juros sobre depósitos bancários, mantendo-se as finanças públicas sob controle (leia-se superávit fiscal), seria suficiente para reduzir as persistentes expectativas inflacionárias. "A inflação de preços acabaria à medida que os agentes econômicos deslocassem suas preferências das

²⁰ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 141: "As taxas reais de juros altas sobre depósitos e empréstimos, que as economias em desenvolvimento tem de se esforçar para atingir, são surpreendentemente elevadas (de 14 a 26% a.a.)".

²¹ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 15.

mercadorias para o dinheiro".²² Isto é, a existência de aplicações financeiras rentáveis induziria os possuidores de riqueza a uma mudança de comportamento: uma redução dos gastos em consumo e nas aplicações em ativos reais e de risco (*inflation hedge*). Este aumento da poupança financeira e da estabilidade possibilitaria a expansão dos empréstimos bancários, dos investimentos e da produção agregada. Trata-se de um modelo de estabilização de preços, "heterodoxo e encabeçado pela intermediação bancária", derivado da experiência coreana de 1965, como já afirmamos.

Em resumo, a teoria da "repressão financeira" se sustenta em torno de duas ideias básicas, uma de que a elasticidade da poupança à taxa de juros é positiva, e a outra de que a poupança acumulada *ex ante* é a forma de se financiarem os gastos em investimento.

O mercado financeiro é entendido como um sistema que permite a interação entre aqueles agentes econômicos que poupam e os que investem. Os poupadores recorrem ao mercado para converter recursos presentes num fluxo de renda futuro; os investidores o fazem porque requerem crédito para financiar seus projetos de investimentos.

Neste sentido, o mercado financeiro deve ampliar o leque de opções e perspectivas para os poupadores, e contribuir potencialmente para uma seleção dos projetos de inversão, redundando melhores taxas de crescimento. Enfim, a existência de um mercado de capitais é um fator que deveria

²² MCKINNON, Ronald I. (1974), *op. cit.*, p. 129.

contribuir positivamente para o desenvolvimento económico, pois elimina as restrições financeiras e rompe os limites do autofinanciamento.

Tudo isto leva os teóricos da repressão financeira a sugerir uma completa e profunda liberalização do mercado de capitais para lograr um maior desenvolvimento do mercado financeiro, através das seguintes medidas:

- i) liberalização da taxa de juros;
- ii) eliminação dos controlos seletivos de crédito, tanto quantitativos como qualitativos, sobretudo, a supressão das operações de redesconto entre os Bancos Centrais e os bancos comerciais para refinanciamentos e linhas especiais de créditos;
- iii) redução das taxas de encaixe;
- iv) reforma tributária que somente gravaria a parte correspondente aos juros reais dos depósitos a prazo.

O objetivo último de todas estas propostas de reformas estruturais seria o estabelecimento de um mercado financeiro, onde as decisões de poupança e investimento seriam determinadas estritamente pelas forças de oferta e demanda de moeda que determinariam a taxa de juros. ²³

²³ Salientamos que essa ideia - uma taxa de juros que mantém a igualdade entre a poupança e o investimento - se encontra presente nos trabalhos de WICKSELL, Knut (1978), op. cit., p. 193: "A taxa de juros que faz com que coincidam perfeitamente a demanda de capitais e a oferta de poupança, que mais ou menos corresponde ao rendimento que se espera obter do capital de nova produção, será então a taxa de juros real, normal ou natural, e essencialmente variável. Se as perspectivas de emprego de capital são mais promissoras, a demanda será maior do que a oferta; então se elevarão as taxas de juros, estimulando a formação da poupança ao mesmo tempo que a demanda de capitais por parte dos empresários se contrai quando alcança um novo ponto de equilíbrio, com uma taxa de juros ligeiramente mais alta. Ao mesmo tempo se irá alcançar ipso facto (falando em termos gerais, e se não intervêm as outras causas perturbadoras) o estado de equilíbrio no mercado de bens e serviços, de forma que não se alterem os salários e os preços." (Grifos no original) Devesmos esclarecer que o modelo wickselliano resulta da interação da taxa natural de juros com a taxa de juros de mercado. A taxa natural de juros

Noutras palavras, o *laissez-faire* aplicado ao mercado de capitais conduziria à alocação ótima dos recursos de poupança e de capital produtivo.²⁴ A tarefa das autoridades económicas deveria limitar-se exclusivamente a velar pela implementação das regras gerais.²⁵

1.2 A desmontagem das distorções sobre o comércio exterior de bens e serviços e de capitais

As políticas de comércio exterior são igualmente repressivas: tarifas alfandegárias com grande dispersão, licenças e quotas de importações, depósitos prévios à importação, isenções para produtos favorecidos, proibições explícitas para algumas categorias de produtos, lei dos

possibilita a igualdade, *ex ante*, entre investimento e poupança fazendo com que a economia se mantenha em sua trajetória de equilíbrio de longo prazo. A moeda não exerce qualquer influência sobre esta taxa de juros. A taxa de juros de mercado é determinada pela oferta e demanda de fundos emprestáveis, o que lhe confere um caráter eminentemente monetário. Desta forma, os empresários somente tomarão empréstimos quando a taxa de juros de mercado for inferior à taxa natural, de sorte que a transformação de capital dinheiro em capital real irá representar ganhos, dado que a taxa de juros natural, que é regida pela taxa de lucro, será superior à taxa de juros que eles terão de desembolsar, em termos monetários. O fato de a moeda e o crédito exercerem alguma influência sobre a taxa de juros de mercado constitui uma inovação importante introduzida por Wicksell na análise dos fenômenos monetários. Porém, a "âncora" representada pela taxa natural de juros, determinada apenas por variáveis reais, o mantém preso a tradição clássica. A completa ruptura com esta tradição somente ocorrerá com a teoria da preferência pela liquidez de Keynes.

²⁴ SHAW, Edward S. (1973), *op. cit.*, p. 77: "A essência da liberalização financeira é soltar as taxas de juros, de modo que venham a refletir a escassez da poupança e estimular a poupança, viabilizar taxas acessíveis de retorno ao investimento e discriminar de forma mais efetiva entre investimentos".

²⁵ À despeito de possuírem preocupações iniciais distintas - um busca o aprofundamento financeiro e o outro evitar tendências inflacionárias ou deflacionárias -, acredito que o enfoque de Stanford (EUA) se distancia da concepção de Wicksell nas indicações de política económica no que tange ao monitoramento dos sistemas monetário e bancário. Ao contrário dos teóricos da liberalização financeira Wicksell argumentava que "(...) a única possibilidade de exercer um controle racional sobre o nível de preços deve residir em outra direção: regular adequadamente a política de juros dos bancos." WICKSELL, Knut (1978), *op. cit.*, p. 216.

similares nacionais, etc. Tudo isto, permanece associado a complexas estruturas de taxas de câmbio múltiplas, geralmente sobrevalorizadas, dada a inflação interna, que impedem o crescimento das exportações e criam uma aparente "escassez" de divisas. O resultado desta intervenção estatal nos movimentos internacionais de bens e serviços é uma estrutura de preços relativos desalinhados com os internacionais, bem como a persistência dos estrangulamentos no Balanço de Pagamento.

Desta forma, eliminar as alterações artificiais de preços é um elemento-chave no processo de liberalização, visto que restrições ao comércio exterior fazem com que a estrutura dos preços nacionais seja divergente da estrutura internacional, pois elevam o preço interno do produto protegido e reduzem a remuneração dos exportadores.

A estratégia apropriada para o setor externo envolveria uma liberalização comercial plena, isto é, não-seletiva, com a imposição de "(...) uma tarifa uniforme, digamos de 10 a 20%, sobre todas as importações".²⁶

A abertura comercial, ao eliminar controles e tarifas de importações, cria uma importante referência externa para os preços, dissolvendo, em grande medida, o poder de fixação de preços dos oligopolios e impondo uma nova racionalidade ao processo de alocação de recursos na economia.

²⁶ HICKINSON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 174. Ademais, "(...) se bem que um sistema tributário uniforme para o comércio exterior constituiria um grande avanço para os países em desenvolvimento, não seria a solução ótima", já que persistiriam incoerências com os outros impostos"; *idem*.

O manejo adequado da abertura comercial, acrescido de uma política fiscal restritiva e de taxas elevadas de juros reais, faz a taxa de inflação convergir para os níveis internacionais. Supõe-se que os custos inevitáveis em termos de produto e renda sejam perfeitamente "absorvíveis" pela sociedade.

De acordo com essa estratégia, a convergência para a estabilização se dá a partir do cálculo individual de cada agente econômico, na observância estrita de critérios maximizadores de seus interesses particulares. São sinais emitidos pelo mercado que, ao balizarem as decisões individuais, produzem a convergência.

A liberalização comercial, no entanto, deveria ser precedida por uma desvalorização cambial substantiva, a fim de estabelecer uma taxa de câmbio "de equilíbrio", associada ao livre-comércio, o que implica a manutenção da pauta de exportações. Objetivando uma política de câmbio realista, indica-se que a taxa de câmbio flutuante evitaria possíveis valorizações cambiais. Mas, também, seria necessário controlar as transações de capital: "(...) durante a liberalização os motivos para restringir o uso de capital externo de curto prazo - em particular os créditos de fornecedores para importação - podem ser muito fortes, como suplemento de uma política de taxa de câmbio. (...) Apesar da sabedoria convencional, o capital externo pode não ser necessário para permitir a alavancagem do processo de

liberalização. Pelo contrário, há circunstâncias onde seu uso deveria ser deliberadamente rejeitado." ²⁷

Cabe esclarecer, que o momento ideal da abertura financeira externa num processo de liberalização econômica constitui uma questão controversa no pensamento liberal. Para os teóricos da repressão financeira, a escassez de poupança nos países em desenvolvimento seria um problema a se resolver internamente, por meio da elevação das taxas de juros. ²⁸ A entrada de capitais externos inibiria o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, pois a supressão das restrições cambiais amplificaria enormemente a liberdade dos agentes econômicos - residentes e não-residentes - efetuarem operações ativas e passivas denominadas em moeda estrangeira, que não poderiam ser contidas apenas com medidas transitórias de restrições administrativas sobre a entrada de capitais externos de curto prazo. ²⁹

Na verdade, a preocupação de McKinnon era evitar o problema verificado na experiência coreana, qual seja, a combinação de taxas de juros internas elevadas e câmbio fixo gerou uma enorme entrada de capitais externos, dificultando

²⁷ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 205 e 206.

²⁸ Esta ideia sui generis de que os países em desenvolvimento não precisam de recursos externos para o crescimento transparece, também, quando trata do papel do investimento estrangeiro direto: "(...) parece improvável, que o uso da empresa multinacional como o melhor meio de absorver a tecnologia moderna e a capacidade administrativa seja compatível com o desenvolvimento empresarial e financeiro interno." MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 212.

²⁹ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 199: "As taxas de juros nominais internas parecem muito elevadas para os estrangeiros que contam com a opção de repatriar suas inversões de curto prazo a uma paridade estável da taxa de câmbio." Ou seja, incentivos privados para movimentar capitais através dos mercados cambiais podem ser gigantescos durante um processo de liberalização, dados os pronunciados aumentos nas taxas de juros sobre os ativos financeiros internos, as significativas variações reais e esperadas nos preços das divisas, etc.

o controle monetário e valorizando a taxa de câmbio real. A valorização cambial associada ao programa de redução das tarifas alfandegárias poderia deteriorar sobremaneira as condições de preços dos exportadores e, portanto, da balança comercial, gerando riscos sobre a viabilidade e/ou sustentabilidade das reformas estruturais. Numa palavra, a transformação do setor externo da economia em direção a um maior volume de exportações e importações exigiria deliberadamente que se evitasse um influxo maciço de capitais estrangeiros.³⁰ Assim, as restrições sobre a conta de capital do balanço de pagamentos deveriam ser levantadas somente depois de eliminadas as distorções sobre comércio exterior.

1.3 A racionalização da política e dos gastos fiscais

A estrutura tributária dos países em desenvolvimento, geralmente, está calcada em impostos indiretos e sobre o comércio exterior (importações e exportações). Porém, "(...)" o problema não reside na tributação indireta per se, mas nas

³⁰ Outros autores tais como A. Krueger, M. Michaely defendem uma posição radicalmente inversa: o apoio de crescentes fundos de capitais externos seria necessário para minimizar as fricções e os custos (desemprego, falência de empresas, etc.) dos ajuste associados a estas políticas. Cf. KRUEGER, A. O.: "Foreign trade regimes and economic development: liberalization attempts and consequences", New York, National Bureau of Economic Research, 1978; IDEN: "Interactions between inflation and trade-regime objectives in stabilization programs". In: CLINE, W. R. & WEINTRAUB, S. (Eds.): "Economic stabilization in developing countries", Brookings Institution, Washington, 1981. Para um resumo deste debate entre os liberais, ver EDWARDS, Sebastián: "Reformas estructurales y apertura en los países en desarrollo: el problema de la secuencia y la velocidad". In: ORDONEZ, Florangela G. (Ed.): "Apertura económica y sistema financiero", Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, 1990.

distorções de que esta tem sido objeto a fim de proporcionar incentivos à industrialização por substituição de importações." ³¹

As políticas públicas de incentivos e subsídios fiscais, creditícios e de tarifas dos serviços públicos e das estatais, bem como a imposição de tarifas alfandegárias, além de perturbarem a alocação eficiente dos recursos, são fontes de perdas das receitas fiscais, gerando uma tendência a déficits públicos, que precisam ser financiados pelos Bancos Centrais, dada a ausência de mercados de capitais para absorver a dívida pública. Assim, a excessiva emissão nominal de moeda provoca inflação e agrava a repressão financeira, ao diminuir a rentabilidade real da moeda.

Impõe-se a necessidade de uma racionalização da política tributária e dos gastos públicos. É fundamental que a política fiscal possibilite ao governo prescindir do financiamento inflacionário, condição essencial para uma profunda monetização da economia. Em grandes linhas, a reforma tributária sugerida constitui a "(...) introdução de um imposto uniforme sobre o valor agregado (IVA), digamos de 15%, para todas as mercadorias internas e externas destinadas ao consumo final, arrecadado conforme o princípio do destino." ³² Os produtos de exportações estariam isentos do IVA, o que aumentaria sua competitividade, permitindo

³¹ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 170.

³² MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 175 a 177. (Grifos no original) De acordo com o "princípio de origem" a produção seria tributada "na própria fábrica", segundo o "princípio do destino" no momento do "consumo". Este último, para o autor, seria mais conveniente aos países em desenvolvimento porque possibilitaria a tributação dos produtos importados.

reorientar o desenvolvimento: da substituição de importações a expansão das exportações e, assim, resolver a escassez de divisas que afeta os países em desenvolvimento.

São explicitamente destacados dois meritos do IVA num processo de liberalização: "i) evita a tributação múltipla ou diferencial de mercadorias; ii) grava o comércio exterior e a produção nacional com a mesma alíquota".³⁵

1.4 O enfoque liberalizante como um sistema que envolve a poupança privada, os recursos fiscais e o setor externo

O paradigma da "liberalização plena" estabelecido por McKinnon entende que o sistema económico é auto-regulado, basicamente estável e tende ao equilíbrio se for entregue ao seu livre movimento. Os procedimentos básicos de uma liberalização ótima são: as autoridades económicas tratam de recuperar a poupança do setor público, através da racionalização da política de arrecadação e dos gastos fiscais e, assim, eliminam a dependência com relação aos créditos do Banco Central. Simultaneamente, as taxas de juros sobre depósitos e empréstimos são aumentadas para estimular a poupança privada no sistema financeiro formal. O pronunciado nível das taxas de juros nominais deve refletir a existência de expectativas inflacionárias na economia.

³⁵ MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 179.

Entretanto, as taxas de juros nominais devem ser gradualmente reduzidas, acompanhando o declínio da inflação, até se assegurar uma equalização com as taxas de juros reais externas. O patamar da produção e do emprego tenderia, então, a se ampliar com a eliminação da restrição financeira e acumulação interna de capitais, lograda pelo aumento da taxa de juros real sobre os depósitos bancários. Fica implícito que os controles de preços internos, inclusive dos salários, os subsídios fiscais e creditícios, e os controles cambiais seriam progressivamente eliminados.

Deslocando o estrangulamento financeiro interno, público e privado, impõe-se uma transição para um regime de livre-comércio: "reduzir, por igual, as restrições em todas as categorias de importações".³⁴ Para compensar a perda de proteção formal às indústrias substitutivas de importações, realiza-se uma desvalorização cambial. Ademais, uma taxa de câmbio flexível ou flutuante é recomendável para manter o equilíbrio da Balança Comercial.

A expectativa é de que uma ação recíproca entre a desvalorização e o sistema financeiro interno liberalizado permita um acelerado crescimento das exportações, capaz de contrabalançar a ampliação das importações bem como o impacto negativo sobre as indústrias substitutivas não-competitivas.

Com a liberalização dos controles cambiais, a taxa de câmbio deve depreciar lentamente, após a desvalorização

³⁴ MCKINNON, Ronald I. (1974), *op. cit.*, p. 194. (Grifo no original)

inicial, refletindo a diferença entre as taxas de juros nominais internas e externas. Com isto evita-se um célere movimento de capitais de curto prazo com elevado potencial desestabilizador e alonga-se o período de ajuste da indústria doméstica. ³⁶

Concluindo: a liberalização das finanças internas, do comércio exterior e da política fiscal permite a retomada do crescimento equilibrado, sob a liderança das exportações. ³⁷

Tendo isto em conta podemos afirmar que a chamada Teoria da Repressão Financeira, Fiscal e do Comércio Exterior, na verdade, é uma prescrição de ordenamento institucional: uma estratégia para o crescimento econômico através da plena liberalização dos mercados financeiros, do levantamento das restrições ao comércio exterior e da eliminação da insuficiência fiscal. ³⁸

Entre a formulação teórica e a autocritica de McKinnon, ³⁹ quinze anos depois, a associação entre as

³⁶ O uso da taxa de câmbio como instrumento de controle monetário interno foi explicitamente alentado. O anúncio do preço futuro das divisas, apontando uma gradual desvalorização afastaria as operações com capitais de curto prazo, a medida que ampliaria os seus custos, evitando-se, assim, um aumento indesejado das reservas internacionais e da dívida externa de curto prazo no Banco Central. Cf. MCKINNON, Ronald I. (1974), op. cit., p. 204.

³⁷ No mesmo sentido WICKSELL, Knut (1978), op. cit., p. 113: "Uma taxa de juros alta estimula a poupança, e ela, como sabemos, é equivalente a redução do consumo presente. Por outro lado, uma taxa de juros alta restringe a expansão das atividades das empresas, exigindo delas uma nova captação de capitais e as forças produtivas do país serão mais intensamente utilizadas que antes para produzir mercadorias de consumo imediato. Além disso, a dificuldade de obter empréstimos obriga a que os estoques disponíveis sejam vendidos etc. Em outras palavras, diminui a demanda de bens e serviços, ao mesmo tempo em que sua oferta aumenta; os preços caem, as importações são restringidas, porém a exportação é estimulada."

³⁸ É nesse sentido que Aníbal Pinto denomina o paradigma ortodoxo ressuscitado nos anos 70 de "economia instrumental". Cf. PINTO, Aníbal: "A América Latina entre duas crises", *Revista de Economia Política*, Vol. 12, No. 3, Ed. Nobel, SP, 1992.

³⁹ "Sem retroceder a visão mais antiga que exalta as medidas de repressão financeira como sendo instrumentos potencialmente desejáveis de políticas públicas, hoje reconhecemos que nosso conhecimento sobre a melhor forma de atingir a liberalização financeira permanece seriamente incompleto." MCKINNON, Ronald I. (1988), op. cit., p. 9.

teses de liberalização e desenvolvimento económico ganhou enorme projecção, transformando-se na "(...) nova ortodoxia nos meios académicos assim como nas principais instituições internacionais que fornecem linhas básicas de acção política aos países em desenvolvimento". 37

Nas palavras de Balassa, um dos principais formuladores de políticas do BIRD: "A eliminação de distorções nos mercados de bens e fatores se reforçam umas às outras. Em particular, o impacto favorável da liberalização do comércio se acentua caso se removam simultaneamente as distorções nos mercados de capitais e vice-versa. (...) Os aumentos na poupança, que são consequência da alta nas taxas de juros, permitem levar a cabo inversões nas indústrias de alta produtividade à medida que se liberalizam os fluxos de comércio. Ao mesmo tempo, a liberação do comércio torna possível o uso eficiente da poupança gerada através da taxa de juros real positiva." 40

Trata-se da visão, que se tornou hegemónica, de que uma vez removidas as distorções, a economia entra num "círculo virtuoso" onde todos os efeitos do mercado são positivos e se reforçam mutuamente: com mercados livres, as forças dinâmicas do capitalismo levariam os países em desenvolvimento naturalmente ao crescimento e à prosperidade.

37 CHO, Yoon Jai: "Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Ohio State University Press, Vol. 18, No. 2, 1986.

40 BALASSA, Bela: "Disequilibrium analysis in developing economies: an overview", *World Development*, Oxford, 1982.

Este enfoque foi plenamente adotado nas experiências liberalizantes do Cone Sul latino-americano, que desconsideraram as contradições e os riscos intrínsecos ao uso do capital estrangeiro para assegurar a liberalização do comércio externo e promover a reestruturação produtiva. Para as elites dirigentes desses países, uma nova estrutura financeira e bancária com mercados abertos e desregulados, combinada a um Estado minimizado, seria o suporte interno por onde fluiriam os capitais internacionais, atraídos por uma economia aberta e um mercado dinâmico.

"É difícil entender como sem ajuda, sem enquadramento nem controle, o laissez-faire poderia enfrentar os novos e grandes desafios do século XXI. (...) Esses países (em vias de desenvolvimento) não deveriam se apressar em liberar, de todo e qualquer controle, os movimentos de capitais, tampouco subtrair-los da fiscalização do Banco Central. Não esqueçamos que o rápido crescimento dos países europeus e do Japão após a Segunda Guerra Mundial ocorreu principalmente antes do desmantelamento completo dos controles de câmbio e dos movimentos de capitais. Mesmo os pequenos países têm todo o interesse em preservar um certo grau de autonomia da sua política monetária a fim de que as taxas de juros locais não sejam inteiramente determinadas pelos mercados estrangeiros." ¹

CAPÍTULO 2 - UMA VISÃO CRÍTICA DA TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA

Desde logo, salientamos que as dificuldades encontradas pela estratégia reformista neoliberal nos países do Cone Sul transcendem o plano puramente técnico da política econômica e apontam para as suas relações com as condições ou correlações de poder existentes. ² Entretanto, por razões metodológicas e de escopo, ater-nos-emos a validade dos pressupostos teóricos, à lógica interna dos diagnósticos e proposições e a confrontação com os resultados apenas no que se refere à dimensão financeira. Mais precisamente, procuraremos desenvolver um enfoque crítico em dois âmbitos, teórico e histórico.

¹ TOBIN, James: "Grandezas e limitações da 'mão invisível'", Revista Carta, Brasília, 1991, p. 47.

² Há uma vasta literatura sobre estas questões. Ver, particularmente, os artigos que tratam dos países do Cone Sul nas seguintes coletâneas: CASANOVA, Pablo González (Org.): "América Latina - história de meio século", Ed. da UnB, Brasília, 1988; e O'DONNELL, Guillermo; SCHMITTER, Philippe C. & WHITEHEAD, Laurence (Orgs.): "Transições do regime autoritário - América Latina", Ed. Vertice, SP, 1988. Ver também, MOULIAN, Tomas & VERGARA, Pilar: "Estado, ideologia e políticas econômicas no Chile: 1973/78", Revista Pesquisa e Planejamento Econômico, Vol. 11, No. 2, IPEA-RJ, 1981, p. 383-442; GATICA, J. & HIZALA, Alejandra: "Autoritarismo e ortodoxia econômica: Chile 1974-87", Revista de Economía Política, Vol. 10, No. 2, Ed. Brasiliense, SP, 1990, p. 53-66; SMITH, William C.: "Reflexões sobre a economia política da dominação autoritária e a reorganização capitalista na Argentina contemporânea", Estudos PECLA, Vol. 11, No. 2, Departamento de Ciência Política/UFMG, Belo Horizonte, 1983.

No teórico contraporemos à teoria da repressão financeira uma visão alternativa do financiamento do desenvolvimento económico baseada no pensamento keynesiano. Centralizaremos a análise nas relações entre crédito, poupança e investimento, bem como no papel do sistema financeiro, de sua institucionalidade e das políticas monetárias. ³ Interessamo-nos, em particular, averiguar os limites da teoria da repressão financeira na gestão de políticas de desenvolvimentos nacionais e apreender as condições estruturais dos mercados financeiros latino-americanos face ao novo contexto internacional dos mercados de crédito.

No histórico não realizaremos uma análise exaustiva de casos nacionais, apenas pretendemos, a partir da perspectiva analítica keynesiana, ilustrar algumas questões relevantes e avaliar o impacto das reformas liberalizantes sobre o mercado financeiro e o investimento nas economias em desenvolvimento.

De um modo geral, as avaliações do *mainstream* internacional, como afirmamos, se limitam a atribuir os dramáticos resultados a erros e incoerências na administração das políticas económicas, deixando intacto o

³ Para uma visão geral das diversas correntes críticas às teses da repressão financeira, como, por exemplo, a abordagem neo-estruturalista, a teoria do racionamento do crédito, o papel da regulamentação e a supervisão do sistema financeiro, a sequência da liberalização, ver FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FREITAS, Maria Cristina Penido de & SCHWARTZ, Gilson (1992), op. cit., especialmente p. 202-235. Os autores demonstram que o diagnóstico inicial de McKinnon e Shaw, centrado na defesa de taxas de juros elevadas e na remoção da intervenção pública sobre os mercados financeiros não é mais defensável, mesmo se nos ativermos aos limites das teorias liberais.

substrato teórico. * Por um lado, argumentam que as distorções e os desequilíbrios, tais como a insuficiente redução do déficit fiscal, o excessivo crescimento do crédito doméstico, a permanência de restrições aos mecanismos de preços nos mercados de bens (barreiras alfandegárias ou controles de preços) e do trabalho (salário mínimo e/ou outros impedimentos institucionais à livre contratação e dispensa de mão-de-obra) são os determinantes dos perversos resultados. Ou seja, as falhas, os *accidents de parcours* se devem ao fato de que as prescrições não foram seguidas na sua totalidade.

Por outro lado, diante da impossibilidade de corrigir todos os desequilíbrios e remover todas as distorções para desencadear a liberalização da economia, postulam que esta precisa ocorrer numa sequência correta. A "literatura sequencial" sobre a macroeconomia da liberalização financeira e comercial nos países em desenvolvimento busca, então, a determinação ótima da ordem de execução das políticas. Os mercados financeiros domésticos e a conta corrente devem ser liberalizados antes da conta capital do balanço de pagamento, a fim de evitar os efeitos adversos dos fluxos de capitais sobre a estabilidade macroeconômica e comercial. Além disso, o equilíbrio fiscal e a estabilidade monetária devem ser alcançados antes da liberalização. Nas palavras de McKinnon: "Uma lição parece ser a de que a

* MQLHO, Lazaros E.: "Interest rates, saving, and investment in development countries - a re-examination of the McKinnon-Shaw hypotheses". *INF Staff Papers*, Vol. 33, No. 1, Washington, 1986; CORBO, Vittorio; MELO, Jaime de & TYBOUT, James: "What went wrong with the recent reforms in the Southern Cone". *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 34, No. 3, Chicago, 1986, p. 607-40.

completa remoção de controles cambiais sobre movimentos de capital estrangeiro deve vir por último no processo de liberalização, enquanto a liberalização financeira interna deve acompanhar qualquer movimento em direção ao livre-comércio. A esse respeito, foi o Chile que conseguiu chegar mais perto da ordem certa..."⁸

2.1 O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO ECONOMICO E A REPRESSÃO FINANCEIRA

Importa-nos, neste momento, discutir as relações entre a acumulação financeira e a acumulação de capital produtivo, base da argumentação dos teóricos da "repressão financeira". Problematizaremos as funções e a natureza institucional do capital de empréstimo e da poupança na formação de capital produtivo, as dimensões financeira e real da poupança, bem como os processos causais de determinação da taxa de juros, da poupança e do investimento.

A formulação original da teoria da repressão financeira apoia-se em uma visão pré-keynesiana da relação entre poupança e investimento, acrescida de uma rigidez institucional do mercado financeiro, dada a intervenção estatal, que impede a obtenção do nível de equilíbrio. Para

⁸ MCKINNON, Ronald I.: Comentários a DIAZ-ALEJANDRO, Carlos F., op. cit., p. 102; IDEM: "The order of economic liberalization: lessons from Chile and Argentina". In: BRUNNER, K. & MELTZER, A. H. (Ed.): "Economic policy in a world of change", Vol. 17, North-Holland Publishing Company, 1982.

estes teóricos, como mostramos acima, a restrição à expansão do investimento reside na indisponibilidade de liquidez nos mercados de crédito, devido à repressão no setor bancário e nos mercados de capitais, enfatizando, assim, a complementaridade entre a acumulação de capital produtivo e a acumulação de moeda. A liberalização financeira expandiria o crédito bancário, deslocando o autofinanciamento e produzindo um aumento da taxa de poupança da economia. *

O cerne desta argumentação encontra-se no pressuposto de que todo investimento não financiado diretamente por poupança prévia do próprio investidor deveria ser financiado através das poupanças depositadas nos bancos. O papel destes se restringe a centralizar e repassar as poupanças aos investidores, de acordo com a taxa de juros que iguala a oferta e demanda de fundos de empréstimos (poupança e investimento em equilíbrio). Vale dizer, as instituições financeiras são apenas intermediadoras de poupança dado que o volume de fundos emprestáveis é determinado externamente ao sistema.

E neste sentido que o aumento da taxa de juros constitui a peça fundamental da política de liberalização financeira: dever-se-ia deixá-la flutuar até os níveis adequados à eliminação do déficit de poupança interna, provocado por taxas de juros artificialmente baixas. Com o aumento da taxa de juros, tanto os depósitos bancários se

* Deveremos salientar que a teoria da repressão financeira tem o mérito de ser uma das poucas, se não a única, dentre as vertentes ortodoxas da teoria do desenvolvimento, a tratar do papel do sistema financeiro no crescimento econômico, ou melhor, no financiamento do desenvolvimento.

expandiriam, permitindo o aumento do crédito e dos fundos para investimento, quanto a poupança seria liberada de usos inferiores, viabilizando um aumento na eficiência alocativa. Além disso, taxas de juros mais elevadas desestimulariam o sobre-investimento em atividades existentes, bem como a especulação com ativos ou estoques reais e/ou de riscos.

2.1.1 O papel residual da poupança no crescimento econômico

A visão de Keynes quanto ao papel do crédito no financiamento do investimento exclui o pressuposto de que o investimento exige um ato de poupança prévia, equalizado pela taxa de juros.⁷ A determinação da taxa de juros não se dá, para Keynes, através da igualdade *ex ante* entre poupança e investimento. Existiria sempre, *ex post*, poupança suficiente para cobrir os investimentos realizados. A determinação dos juros ocorre, institucionalmente, no mercado monetário pela política dos Bancos Centrais e pela demanda por moeda, principalmente dos empresários, e expressa o estágio da preferência por liquidez de uma

⁷ "É evidente que a poupança pode ocorrer sem qualquer investimento correspondente, se considerarmos o que acontece quando um indivíduo se abstém de gastar toda sua renda nominal no consumo. Não importa o que ele faz com o excedente - se o deposita em seu banco, paga um empréstimo, compra uma casa ou uma ação - desde que seu ato não seja acompanhado de um ato adicional de investimento por um empresário." E mais: "A realização do ato de poupar não constitui em si qualquer garantia de que o estoque de bens de capital aumentará na mesma proporção." Enfim, um grande volume de poupança não induz a um aumento correspondente do investimento. Cf. KEYNES, John Maynard: "A distinção entre poupança e investimento". In: SZMRECSANYI, Tamás (Org.): "Keynes", Ed. Atica, SP, 1984, p. 129-130.

comunidade. ⁹ Portanto, as duas variáveis relevantes para a determinação da taxa de juros são: a quantidade de moeda em circulação - a oferta de moeda - e a forma como os agentes decidem manter as suas reservas monetárias, seja sob a forma de dinheiro, seja sob a forma de títulos, o que Keynes denominou de "teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros". ⁷

Através do princípio da demanda efetiva, que impõe uma relação causal unilateral entre os gastos e a renda, Keynes demonstra que o investimento é a variável dinâmica da economia, cuja efetivação depende das expectativas dos capitalistas quanto a seus rendimentos futuros e não de um fundo previo de poupança. ¹⁰ "A poupança, de fato, não passa de um simples residuo", ¹¹ pois os empresários somente podem decidir o que vão gastar e não o que vão poupar. Assim, estabelece-se o crédito e não a poupança como o motor financeiro do processo de acumulação de riqueza capitalista. Desta forma, o papel crucial desempenhado pelo sistema financeiro no provimento de recursos à realização

⁹ KEYNES, John Maynard: "Teorias alternativas da taxa de juros", *Literatura Económica*, Vol. 9, No. 2, IPEA, RJ, 1987, p. 151: "(...) a taxa de juros é um fenómeno monetário, (...) no sentido em que equisara as vantagens da posse presente do dinheiro e do direito futuro sobre este." (Grifo no original). Ou seja, a taxa de juros sobre uma aplicação de determinada qualidade e de certo prazo é estabelecida ao nível que, na avaliação dos detentores de riqueza, torna mais vantajosa a troca de liquidez imediata pela perspectiva de aumento da riqueza futura.

⁷ KEYNES, John Maynard: "A teoria ex ante da taxa de juros", *Literatura Económica*, Vol. 9, No. 2, IPEA, RJ, 1987, p. 167: "(...) a taxa de juros relevante para o investimento ex ante é aquela determinada pelo estoque corrente de dinheiro e pelo estado corrente da preferência pela liquidez, na data em que o financiamento requerido pelas decisões foi estipulada." (Grifos no original).

¹⁰ KEYNES, John Maynard: "Teorias alternativas da taxa de juros", *op. cit.*, p. 154: "(...) não é a taxa de juros mas sim o nível de renda que assegura a igualdade entre poupança e investimento."

¹¹ KEYNES, John Maynard: "A teoria geral do emprego, do juro e da moeda", *Coleção "Os Economistas"*, Ed. Nova Cultural, SP, 1985, p. 53. Trata-se de um fluxo de renda, registrado nas Contas Nacionais, que corresponde aos gastos em bens e serviços para investimento.

dos gastos de investimentos é completamente distinto, uma vez que não decorre propriamente da acumulação de poupança, mas de sua capacidade de expandir ou contrair, de forma autônoma, a liquidez e o crédito.

Em suma, se é verdade que sistemas financeiros plenamente desenvolvidos cumprem um papel fundamental no processo de expansão de uma economia capitalista, como acentuado pelas duas correntes de pensamento, o modo como são concebidas teoricamente essas inter-relações tem, entretanto, implicações muito diversas. Do ponto de vista keynesiano seria um equívoco identificar "poupança" com depósitos e com "ativos financeiros" e admitir que a taxa de juros regula a "oferta e demanda" de fundos de empréstimos,¹² porque esses saldos líquidos não apenas não se transformam automaticamente em investimento, como, ao contrário, sua valorização recorrente no circuito financeiro apresenta-se como alternativa de investimento às empresas. Sendo que, mantida uma taxa de juros positiva e crescente, a tendência seria uma drástica redução do investimento

¹² Deveremos registrar que a tradição da teoria dos fundos de empréstimos foi duramente criticada por KEYNES. John Maynard (1985), op. cit., p. 168: "Agora (na Teoria Geral) já não sou da opinião de que o conceito de uma taxa "natural" de juros, que antes me pareceu uma idéia das mais promissoras, possa trazer à nossa análise uma contribuição verdadeiramente útil ou importante." De acordo com BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de: "Crise e reforma monetária no Brasil", Revista São Paulo em Perspectiva, Vol. 4, No. 1, Fundação SEADE, SP, 1990, p. 64: "A objeção de Keynes quanto à "taxa natural" é que as expectativas empresarias estão em constante mutação, provocando alterações súbitas na hipotética taxa natural, ou seja, na avaliação do futuro, de forma que o sistema de preços dos ativos se moveria contínua e independentemente das políticas bancária e monetária. O caso extremo é o da "armadilha de liquidez", em que o sistema de preços torna-se insensível aos estímulos monetários. A contribuição de Keynes foi, assim, a de mostrar que os sistemas monetários não têm ancora natural e que a única possibilidade para operarem de forma estável é a de que o passado continue a se reproduzir no presente e determine as expectativas do futuro." (Grifo no original) Ver também, SILVA, Marcos Eugênio: "Teoria Geral - uma interpretação pos-keynesiana", especialmente o Capítulo III, "Instrumental analítico de Keynes: fundos emprestáveis e demanda efetiva". IPE-USP/PIPE/FAPESP, SP, 1991.

produtiva. Enfim, as determinações da poupança financeira são diferentes das que regem os investimentos, podendo inclusive ser contraditórias e retroalimentadoras, gerando cada vez mais massa financeira e menos investimento produtivo.

Noutras palavras, não existe uma relação *a priori*, como estabelecem os teóricos da repressão financeira, entre a poupança financeira, correspondente aos ativos financeiros totais, que valorizam os saldos monetários líquidos dos agentes superavitários, às vezes até como proteção da corrosão inflacionária, e a "poupança real", correspondente a um fluxo de renda associado a um ato de investimento. Segundo Keynes: "Introduzimos, assim, a moeda em nosso nexos causal e podemos ter uma primeira idéia do modo como as variações na quantidade de moeda intervêm no sistema económico. Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos de que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios." ¹³

As decisões de acumulação de bens de capital dependem das expectativas de rentabilidade futura e são prerrogativas exclusivas dos capitalistas e do Estado. Este último o faz por ação direta, através da execução do orçamento público ou das empresas estatais, e indireta, através do efeito multiplicador do gasto público e da manipulação das condições gerais de preços, juros, câmbio, salários,

¹³ KEYNES, John Maynard (1985), *op. cit.*, Capítulo 13, "A teoria geral da taxa de juros", p. 125.

crédito, etc. que condicionam as iniciativas do setor privado.

Todavia, na dinâmica capitalista não basta que os empresários estejam antecipando rentabilidade para que decidam investir. Precisam ter sob seu comando uma quantidade apropriada de recursos de capital-moeda, a custos compatíveis.¹⁴ Assim, dada uma curva de eficiência marginal do capital (a medida da rentabilidade esperada de um ativo de capital) e mantida uma política acomodatória por parte dos bancos, o financiamento será igual às necessidades de liquidez dos investidores. O investimento, suscitando um fluxo de poupança estritamente equivalente a seu montante a posteriori, não necessita de nenhum fundo prévio de poupança para ser realizado. Precisa, sim, de crédito. A expansão do crédito precede e é indispensável ao surgimento da própria poupança.

Resumindo, na perspectiva keynesiana, a expansão dos investimentos e, portanto, da renda numa economia capitalista depende: i) das expectativas dos agentes quanto a mercados, tecnologias, realização de lucros, capacidade ociosa planejada, etc; ii) da existência de mecanismos

¹⁴ Neste ponto devemos marcar uma vez mais as diferenças com relação à teoria da "repressão financeira". Apesar de ressaltar a natureza monetária do crédito, McKinnon perde o essencial ao estabelecer que a oferta de crédito e a demanda de empréstimos constituem o equivalente monetário da oferta de poupança e demanda de investimento. Assim, impõe restrições ao papel do sistema bancário, que poderíamos keynesianamente classificar de passivo. Para este último, o crédito não está associado a nenhum fundo de poupança. Constitui, na verdade, meios líquidos gerados pelo setor monetário do sistema financeiro e, no limite, de forma independente até dos depósitos à vista, daí o seu papel ativo. Cf. KEYNES, John Maynard: "A teoria ex ante da taxa de juros", op. cit., p. 170: "(...) dados o estado de expectativa do público e a política dos bancos, a taxa de juros é aquela segundo a qual a demanda e a oferta de recursos líquidos se equilibram. A poupança de maneira alguma faz parte do quadro."

adequados de financiamento interno; e iii) da disponibilidade de divisas cambiais necessárias à importação de matérias-primas e equipamentos, bem como para fazer frente aos serviços financeiros do capital externo. Interessamo-nos, por ora, aprofundar as questões relativas ao financiamento interno e externo.

2.1.2 A função ativa do crédito no financiamento do investimento

Principiemos com a importância dos bancos na materialização do crescimento e do investimento. Além de sua função de intermediação financeira, os bancos criam moeda para suprir o avanço do crédito.¹⁵ A moeda ou crédito é criado quando um banco adquire ativos, emitindo, em contrapartida, passivos em moeda de crédito. É no momento seguinte que os bancos se preocupam com as suas posições de liquidez (a constituição das reservas passivas). Estas podem ser adquiridas junto aos bancos centrais (que descontam títulos privados em posse dos bancos).¹⁶ no interbancário (aproveitando saldos inativos de outros bancos), ou através

¹⁵ Esses créditos podem ser destinados tanto ao financiamento da formação de capital fixo, quanto da produção corrente, do consumo, da aquisição de ativos reais ou financeiros já existentes com fins especulativos ou de acumulação.

¹⁶ Ao descontar títulos privados em posse dos bancos, um Banco Central fixa o preço de seus empréstimos de liquidez ao sistema bancário. Ver KEYNES, John Maynard: "A treatise on money", Livro VI, Capítulo 25. "The ratio of bank money to reserve money". In: "The collected writings of John Maynard Keynes", Macmillan, Cambridge University Press, Vol. 6, p. 43-49.

dos próprios depósitos bancários, dependendo da taxa de captação. O valor da taxa de captação depende, em grande parte, do valor futuro da moeda antecipado pelos agentes, sendo, portanto, submetido à convenção do mercado financeiro, ou seja, representa o prêmio de liquidez predominante.¹⁷ E depende, também, da concorrência existente neste mercado por recursos adicionais a fim de cobrir posições ativas já efetivadas pelos bancos.

A moeda de crédito é, então, endógena, pois é criação do sistema bancário em resposta ao estado dos negócios e em função de suas previsões e expectativas com relação ao desempenho da economia.¹⁸ Entretanto, a política monetária não é necessariamente passiva. Os Bancos Centrais, desde que tenham controle sobre as reservas monetárias, através do encaixe compulsório sobre as reservas bancárias, da taxa de redesconto e da política de mercado aberto, têm poder regulatório sobre a expansão da liquidez primária. Vale dizer, podem determinar a base monetária.

A política monetária consiste na manipulação das taxas de juros e do nível de reservas bancárias, influenciando através desses instrumentos sobre o volume e o preço do crédito

¹⁷ KEYNES, John Maynard (1985), op. cit., p. 144: "Talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois o seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que se lhe prevê. Qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como provavelmente duradoura será duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade em mudanças a flutuações originadas por diversos motivos, em torno do nível normal esperado." (Grifos no original)

¹⁸ BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de (1990), op. cit., p. 63: "(...) a moeda é administrada em primeira instância pelos bancos que têm o poder de avaliar o crédito de cada um dos centros privados de produção e de geração de renda e, com base nisso, emitir obrigações contra si próprios, ou seja, dinheiro. A criação monetária até aqui depende exclusivamente de que os bancos sancionem a aposta privada. Em segunda instância, o Estado, através do Banco Central, referenda ou não o crédito a que os agentes julgam ter direito e os bancos avançam aos centros privados de decisão."

bancário no curto prazo. A longo prazo, o estoque de moeda é reproduzido através das relações de débito e crédito entre os agentes financeiros e não-financeiros. A variação do estoque de moeda é, portanto, função de decisões de demanda por crédito atendidas pelos bancos que, a posteriori, procuram os fundos para respaldá-las.¹⁹ Em termos agregados e a longo prazo o financiamento bancário é autofinanciado. Os bancos fazem empréstimos que retornam ao sistema sob a forma de depósitos, sendo o financiamento das reservas para suportar os novos empréstimos a única necessidade corrente dos bancos.

Em síntese, não obstante o grau de manobra da política monetária, a causa fundamental da variação do estoque monetário não está na manipulação de curto prazo que as autoridades monetárias podem realizar nestes fundos e nos seus preços, mas no financiamento bancário das decisões de gasto dos capitalistas.²⁰

¹⁹ A título de ilustração observe o depoimento de Pedro Horácio Leitão da Cunha, Presidente do Banco de Montreal S/A: "A atuação do banco está diretamente relacionada com os problemas dos clientes. Essa interligação faz com que a demanda por novos produtos ocorra de maneira muito rápida." *Gazeta Mercantil*, 13.11.1989. (Grifos MARC).

²⁰ Cf. KALECKI, Michal: "O mecanismo da recuperação econômica". In: IDEN: "Crescimento e ciclo das economias capitalistas", Ed. Nacitec, SP, 1983, p. 24: "O financiamento do investimento adicional é realizado pela chamada criação de poder de compra. Há um aumento da demanda por créditos bancários e esses são concedidos pelos bancos. Os recursos usados pelos empresários para a construção de novos estabelecimentos atingem as indústrias de bens de investimento. Essa demanda adicional põe em operação o equipamento ocioso e o trabalho desempregado. O aumento do emprego é uma fonte de demanda adicional por bens de consumo e isso, por sua vez, gera um nível mais alto de emprego nas respectivas indústrias. Finalmente, a despesa de investimento adicional vai, diretamente e através dos gastos dos trabalhadores, para os bolsos dos capitalistas (estamos supondo que os trabalhadores não poupam). Os lucros adicionais retornam aos bancos como depósitos. Os créditos bancários aumentam em montante igual ao investimento adicional e os depósitos em valor igual aos lucros adicionais. Os empresários que se engajam em investimento adicional "lançam" para os bolsos de outros capitalistas os lucros que são iguais a seus investimentos, e tornam-se devedores desses capitalistas em igual montante, através dos bancos."

Nessa perspectiva, é basicamente a dinâmica do lucro, a partir da persistência da expansão do gasto agregado, que garante a solvabilidade dos agentes econômicos, ou seja, gera-se poder de compra para amortizar as dívidas passadas. Nas palavras de Belluzzo & Almeida: "E deste lucro que elas (as empresas) servem as dívidas, pagam os impostos e acumulam fundos financeiros, permitindo aos bancos renovar o estoque de *finance*. Portanto, é o prosseguimento do processo de investimento e endividamento que permite servir a dívida passada. (...) a economia está gerando dívida agora para que a dívida passada possa ser servida." Conseqüentemente, "(...) do ponto de vista macroeconômico a queda do investimento implica necessariamente o aumento do endividamento porque retira das empresas a capacidade de servir a dívida passada. Além disso, a contração do investimento ao deprimir a acumulação interna das empresas reduz o capital próprio e frustra a tentativa de reduzir o grau de endividamento. Isto significa que se cada unidade quer reduzir seu déficit corrente, o resultado para o conjunto será um agravamento da situação patrimonial, bem como dos compromissos correntes, pela rigidez dos custos financeiros da dívida contratada no passado." ²¹

Considerando o sistema dinamicamente, com o investimento e a poupança em contínua realimentação, a contribuição do crédito ao processo de formação de capital

²¹ BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de: "Enriquecimento e produção - Keynes e a dupla natureza do capitalismo", Revista *Novos Estudos CEBRAP*, No. 23, SP, 1989, p. 121 e 122.

fica determinada pela geração de valor excedente, ou seja, pelos lucros.²² Se a massa de lucros não se mantém, devido a interrupção do investimento produtivo, que alimentaria a parte ativa do capital, a dinâmica do lucro se arrefece e o peso da parte passiva se evidencia. Portanto, diante de uma redução inesperada na taxa de crescimento as firmas terão dificuldades em saldar seus compromissos com o sistema bancário. A alternativa seria repactuar as dívidas, endividando-se mais, isto é, aceitando uma redução na proporção do capital próprio sobre o capital total e, às vezes, em piores condições de taxas, prazos e *spreads*, deteriorando o grau de fragilidade financeira da empresa; ou promover uma recomposição patrimonial, através de subscrição de novas ações, da entrada de novos sócios, etc. Identifica-se, então, um problema de intermediação financeira, de compatibilizar prazos em função das aversões ao risco de cada um dos agentes econômicos, a fim de canalizar recursos para consolidar as dívidas dos investidores.

No entanto, não precisamos supor uma conjuntura de queda do investimento, para mostrar que uma intermediação financeira com uma base de captação das aplicações a prazos médios e longos capaz de garantir estabilidade e solidez operacional às instituições é de importância crucial. Já afirmamos que os bancos antecipam temporariamente poder de compra destinado a cobrir o hiato temporal entre a decisão

²² Sobre os limites da contribuição do crédito ao processo de formação de capital, ver ZONINSEIN, Jonas: "O circuito financiamento - investimento - poupança financeira". In: AMADED, Edward J. (Org.): "Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico", Ed. Marco Zero, SP, 1989.

de investimento e sua efetivação. No nível microeconômico os empréstimos tomados para fins de investimento em geral têm como base a distribuição temporal das receitas associadas ao projeto, e estas somente acontecem depois da nova capacidade produtiva se encontrar instalada e em operação. Porém, se se impõe, por diversas razões, a necessidade de saldar os créditos devidos antes do projeto de investimento gerar as rendas esperadas, ou se a taxa de retorno do investimento se revelar inferior ao esperado, o investidor terá que, de uma forma ou de outra, ir ao mercado financeiro em busca de refinanciamento.²³

O importante a reter dessa discussão é a necessidade de mecanismos financeiros capazes de alongar o perfil das dívidas. Se a intermediação financeira não funciona, pode seguir a inadimplência do devedor-investidor, um aumento da fragilidade financeira do sistema ou transferências de propriedade. Por um lado, a possibilidade desta "insuficiência", percebida ex ante pelos investidores, pode atuar como um constrangimento às atividades de investimento. Por outro lado, a garantia de que o sistema bancário seguirá uma postura acomodaticia ou que o banco central o influenciara nessa direção exercerá uma poderosa indução ao investimento.

²³ TAVARES, Maria da Conceição: "O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente". In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & COUTINHO, Renata (Orgs.): "Desenvolvimento capitalista no Brasil - ensaios sobre a crise", Vol. 2, Ed. Brasiliense, SP, 1983, p. 110 ressalta que: "É perfeitamente possível financiar as inversões através da ampliação e renovação contínua da dívida de curto prazo, cuja solvabilidade é garantida nas etapas de expansão pelo rápido crescimento da produção e crescente retenção de lucros." Entretanto, essa conclusão somente é válida para ampliações de capacidade nos setores onde não há indivisibilidades técnicas significativas e os prazos de maturação são relativamente curtos.

Assim, os mecanismos que possibilitam a conversão de dívida de curto em longo prazo dão maior estabilidade ao processo de investimento, pois reduzem os riscos de alteração de propriedade dos ativos quando termina um processo de geração de lucros, ou enquanto a nova capacidade produtiva ainda não gerou receitas suficientes para amortizar os débitos contraídos. ²⁴ Noutras palavras, a ausência de uma articulação entre o curto e o longo prazo no mercado de capitais torna o sistema mais instável e sua regulação mais complexa. ²⁵

Neste contexto é que se insere o debate entre os pós-keynesianos, iniciado por Asimakopulos, ²⁶ sobre as funções e a institucionalidade do crédito bem como da poupança no processo de formação de capital, que está longe de ter esgotado. ²⁷ Para esses teóricos, a partir das discussões de Keynes com Hicks, Robertson e Ohlin pode-se derivar que o financiamento do investimento possui duas dimensões: em primeiro lugar, temos o financiamento do investimento

²⁴ Devemos frisar, no entanto, que "a instabilidade é da natureza das economias monetárias" e que a criação endógena de moeda pelos agentes privados (bancos e empresas) constitui um modo de alavancar e prolongar a fase expansiva do ciclo, quando perspectivas de lucros crescentes sustentam a confiança daqueles agentes, mas não de evitar a iliquidez quando a conjuntura é desfavorável.

²⁵ STUART, Rogério: "O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional", *Revista de Economia Política*, Vol. 13, No. 1, Ed. Nobel, SP, 1993, p. 110: "Em um mundo incerto e na ausência de consolidação financeira, ou os bancos seriam obrigados a reduzir sua margem de segurança (ativos líquidos/ativos ilíquidos), ou os investidores seriam obrigados a rolar seu passivo de longo prazo até a maturação e o retorno dos investimentos. Em ambos os casos - e dadas as características do passivo dos bancos -, a possibilidade de mudanças futuras das taxas de juros e/ou condições de crédito traria um risco excessivo para ambos os agentes."

²⁶ ASIMAKOPOULOS, A.: "Kalecki and Keynes on finance, investment and saving", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 7, No. 3/4, 1983, p. 221-233; DAVIDSON, Paul: "Finance, funding, saving and investment", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. IX, No. 1, 1986.

²⁷ ANDRADE, Joaquim F.: "A ressurreição da teoria dos fundos de empréstimos e o motivo finanças de Keynes". In: AMADEO, Edward J. (Ed.): "John M. Keynes: cinquenta anos da Teoria Geral", Série PNPE/IPEA, No. 20, RJ, 1992, p. 123: "(...) a formulação de Asimakopulos é inaceitável à construção teórica de Keynes e constitui um rompimento com o princípio da demanda efetiva."

realizado através do crédito de curto prazo concedido pelo setor monetário do sistema financeiro; em segundo lugar, temos a consolidação das dívidas de curto prazo através da mobilização de poupança financeira no segmento de longo prazo do sistema financeiro e mercado de capitais. ²⁰ Neste caso, é (uma certa) poupança - no sentido de uma renda acumulada cujo poder de gasto foi diferido no tempo e não de uma restrição ao consumo - que cabe o papel de recompor as estruturas passivas e ativas das empresas investidoras.

Nas palavras do próprio Keynes: "Quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos: primeiro, que pode obter recursos suficientes a curto prazo, durante o período da produção do investimento; e, segundo, que acabará financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo, em condições satisfatórias. Vez por outra ele pode estar em posição de usar seus próprios recursos, ou de fazer imediatamente sua emissão de longo prazo. Mas isto não faz diferença quanto ao montante de "financiamento" que precisa ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas quanto ao canal através do qual o financiamento chega ao empresário e quanto à probabilidade de que alguma parte do mesmo possa resultar da liberação de dinheiro por parte do próprio interessado ou do resto do público. Assim, é conveniente encarar o duplo

²⁰ Cf. MINSKY, Hyman P.: "La structure financière: endettement et crédit". In: BARRERE, Alain (Coord.): "Keynes aujourd'hui: théories et politiques", Economica, Paris, 1985, p. 318. Existe uma edição deste trabalho em língua inglesa: "Financial structures: indebtedness and credit". In: BARRERE, Alain (Ed.): "Money, credit and prices in keynesian perspective", Macmillan, Londres, 1989.

processo (*finance e funding*) como o mais característico." ²⁹
 Vejamos, resumidamente, cada uma dessas dimensões do
 processo de financiamento do investimento, o *finance* e o
funding. ³⁰

2.1.3 O circuito *finance-investimento-funding*

A existência de um sistema de bancos comerciais emissores de moeda escritural, intermediando os fluxos de financiamento, libera os investidores de qualquer necessidade prévia de poupança, como já afirmamos. Os bancos financiam o investimento através de um fundo rotativo - o fundo *finance* - e, se isto for insuficiente, pela multiplicação de seus depósitos à vista. O investimento é, então, financiado no mercado monetário. O sistema bancário expande o crédito independentemente da captação antecipada de capital-moeda, como quer a teoria da repressão

²⁹ Cf. KEYNES, John Maynard: "A teoria *ex ante* da taxa de juros". op. cit., p. 166. Entretanto, devemos acrescentar a seguinte ressalva: "Ora, os mercados de novos empréstimos de curto prazo e de novas emissões de longo prazo são substancialmente os mesmos das transações velhas, não sendo relevantes, em nosso plano atual de discussão, pequenas anomalias (...)". Keynes parece sugerir que a compatibilização das estruturas passivas e ativas, de diferentes prazos, riscos e garantias, pode ser feita no interior do próprio sistema de financiamento. Ou seja, o sistema financeiro se encarregaria de diversificar os ativos conferindo-lhes características de divisibilidade, liquidez, rentabilidade e segurança. Porém, isto não elimina a necessidade de superávits de renda temporariamente disponíveis e passíveis de serem livremente manejados.

³⁰ Sobre o debate pós-keynesiano da relação teórica entre poupança, investimento e condições de financiamento ver BAER, Mônica: "O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público brasileiro nos anos 80", Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, mimeo, Campinas, 1993, especialmente, o Capítulo I, "Aspectos teórico-metodológicos sobre o problema do financiamento".

financeira, e sem comprometer a auto-sustentação do processo de acumulação. ³¹

Dessa modo, o *finance* constitui-se de linhas de crédito ou avanços bancários que permitem antecipar recursos futuros (receita futura) com o propósito de financiar o investimento. Portanto, antecede o investimento e não tem nenhuma relação com a poupança. Os bancos criam moeda e não poupança, não podendo, assim, ajustar a oferta à demanda por fundos, vale dizer, a poupança ao investimento.

A demanda de moeda sobre o sistema bancário é, assim, descrita por Belluzzo & Almeida: "(...) o aumento do investimento só pode ser realizado macroeconomicamente pelo endividamento das unidades de gasto. Este investimento, ao gerar lucros, recompõe as condições de liquidez dos empréstimos, ou seja, a geração de lucros mantém as condições de renovação do fundo financeiro administrado pelos bancos e originariamente gerado pela emissão do crédito dos bancos contra si mesmos e sob a demanda daqueles que vão realizar o gasto. O princípio da demanda efetiva (o nível de renda e emprego da comunidade é determinado pelas decisões de gasto dos capitalistas) exige tão-somente que uma determinada decisão de gasto seja validada pelo sistema bancário enquanto administrador da moeda e dos fundos financeiros da sociedade. Os bancos sancionam a aposta

³¹ KEYNES, John Maynard: "A teoria ex ante da taxa de juros", op. cit., p. 168: "(...) o *finance* constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. E, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é "usado", no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de iliquidez temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez. (...) Em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos pelo investimento ex ante corrente é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento ex post corrente."

capitalista na aquisição de novos ativos de capital e os lucros derivados deste investimento sancionam a aposta dos bancos." ³²

No entanto, nada garante que o empresário conseguirá automaticamente converter suas obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. Há um risco neste processo e o empresário toma suas decisões a partir de suas expectativas de rentabilidade, ou seja, o *finance* possui um componente especulativo. Noutras palavras, na questão da compatibilidade entre prazos e taxas há sempre um risco que faz parte do cálculo especulativo intrínseco a qualquer decisão de investimento capitalista. ³³

Não obstante, visando reduzir o grau desse risco, simultaneamente à materialização das fontes de crédito de curto prazo, as empresas iniciam negociações junto aos bancos de investimento e a outras instituições do mercado de capitais, para mobilizar fundos de longo prazo necessários à consolidação financeira do investimento - processo de *funding*.

A consolidação do investimento constitui-se, então, de lançamentos de dívida de longo prazo e/ou de direitos de propriedade no mercado financeiro e de capitais. As dívidas podem ser mantidas pelas próprias unidades de dispêndio,

³² BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Góes de (1987), op. cit., p. 121 (Grifo no original).

³³ KEYNES, John Maynard: "Inflação e deflação". Coleção "Os Pensadores", Abril Cultural, SP, 1978, p. 13: "(...) o mundo empresarial, como um todo, deve estar sempre em posição de ganhar com uma alta ou perder com uma baixa de preços. Goste ou não, a técnica de produção sob regime de contrato em dinheiro força o mundo empresarial a assumir sempre uma grande posição especulativa." (Grifo MANC) Ver também, POSSAS, Mário Luiz: "A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica", Ed. Brasiliense, SP, 1987.

através da acumulação interna de lucros ou pelas carteiras dos intermediários financeiros. Neste caso, uma parcela dos ativos financeiros de longo prazo mantida pelas unidades "poupadoras" adota a forma indireta de depósitos a prazo, cotas de fundos privados de pensão e aposentadoria, apólices de seguro, fundos de ações nos bancos, fundos mútuos de investimento, debêntures e/ou ações em posse dos bancos, etc.

Desta forma, frações do capital utilizado no processo de consolidação do investimento provêm da canalização de poupança real, isto é, renda acumulada, cujo poder de compra foi retardado no tempo. Porém, não basta a existência de um determinado volume de poupança. É preciso que essa poupança financeira seja efetivamente canalizada para atender as necessidades do *funding*.³⁴

A despeito do papel desempenhado pelo sistema financeiro no funcionamento contínuo dos mercados de títulos de longo prazo, Baer salienta que "(...) a atuação dos agentes financeiros (...) é de natureza residual, sendo que o grosso do carregamento dos ativos financeiros deve ser de poupadores. Ou seja, a capacidade de *funding* precisa estar presente e o papel dos bancos é estar disposto a cobrir

³⁴ BAER, Mônica (1993), op. cit., p. 13: "(...) embora as decisões de investimento e de poupança sejam totalmente independentes ao nível dos agentes individuais, é necessário que haja uma mínima compatibilidade entre o volume global de investimentos que amplia a capacidade produtiva e suas necessidades de financiamento de longo prazo e o volume de poupança e sua forma de aplicação como base do processo de *funding*." Ressaltamos que o nível da poupança agregada está relacionado com o nível e a distribuição da renda, bem como com o padrão de crescimento e de consumo da economia, decorrente das características estruturais da industrialização.

possíveis necessidades da circulação financeira nos mercados de títulos." ³³

Nas economias de industrialização tardia, a intervenção dos governos, no sentido de viabilizar a consolidação dos investimentos, ocorre, predominantemente, através dos bancos estatais de fomento, da instituição de fundos compulsórios de poupança financeira e de mecanismos discricionários de alocação de crédito. ³⁴

Em suma, para os nossos propósitos, importa reter dessa discussão que a manutenção da estabilidade do crescimento econômico capitalista possui como condição necessária, mas não suficiente, o desenvolvimento de instrumentos financeiros que possibilitem a transformação da riqueza herdada do passado em diversas formas de ativos, inclusive em títulos de longo prazo.

Evidentemente, a distinção entre os mecanismos de financiamento de curto prazo e de consolidação do investimento é desconsiderada pela teoria da repressão financeira. ³⁵ Assim, tanto os ativos de longo prazo e os

³³ BAER, Mônica (1993), op. cit., p. 30.

³⁴ Veremos, a seguir, as dificuldades inerentes para se dinamizar os mecanismos de consolidação e intermediação da poupança financeira, assim como assegurar a complementaridade entre as atividades de empréstimo bancário e de participação no capital acionário das empresas produtivas na maioria dessas economias.

³⁵ Apesar de Wicksell também desconsiderar a autonomização dos mecanismos de valorização financeira, podemos afirmar que McKinnon dá um passo atrás na formulação daquela no que se refere à importância da diferenciação de ativos financeiros em curto e longo prazos: "As formas mais sofisticadas da organização do crédito são o mercado de capitais e o sistema bancário, principalmente este último. Apenas mencionaremos de passagem as atividades das bolsas de valores. Estas se ocupam essencialmente do crédito a longo prazo, investimentos de capital fixo, títulos do Estado, ações etc., enquanto o crédito diretamente associado com o dinheiro, como instrumento de crédito, se refere ao de curto prazo, do qual se ocupam principalmente os bancos. Devemos notar, porém, que a linha de demarcação entre esses dois tipos de crédito é bastante indeterminada. Assim como os bancos cumprem a função de consolidar o crédito a curto prazo, isto é, fazendo com que uma sucessão de créditos a curto prazo se converta em créditos a longo prazo, a função da bolsa também se relaciona com as especulações, pouco

direitos de propriedade como a própria existência do mercado de capitais e da poupança financeira desaparecem. O mercado financeiro, na verdade, constitui o locus da panácea universal do mercado que equaliza as taxas de rentabilidade da economia. ³⁰

2.1.4 A capacidade de autofinanciamento do setor produtivo

A ênfase depositada pela teoria da repressão financeira na questão do autofinanciamento do setor real merece alguns comentários adicionais. Se é verdade que não se potencializa o investimento produtivo (nem consumo de bens duráveis) numa economia capitalista, em que o sistema de crédito é incapaz de promover a antecipação do gasto em relação à capacidade de dispêndio derivado da renda corrente, a principal fonte de financiamento da formação de capital das empresas (públicas e privadas) continua, entretanto, advindo da acumulação interna de lucros. ³¹ Senão, vejamos.

compreendidas pelas pessoas, a fim de mobilizar o capital fixo, criando um mercado permanente de investimentos de capital a longo prazo, e, como qualquer outra organização de crédito, desempenhando a dupla função de centralizar as operações e garanti-las contra riscos. Atualmente, as atividades bancárias e as das bolsas de valores estão cada vez mais ligadas entre si, principalmente no plano internacional." Cf. WICKSELL, Knut (1978), op. cit., p. 73. (Grifos no original)

³⁰ FIORI, José Luis: "Poder e credibilidade: o paradoxo político da reforma liberal", *Revista de Cultura e Política - Lua Nova*, No 25, CEDEC/Ed. Marco Zero, SP, 1972, p. 188 e 191: "(...) os teóricos do liberalismo não conseguem se desfazer da imagem idealizada de um mercado originário, encontrado nos manuais de economia sobre concorrência perfeita, que deveria ter na competição e no aumento da produtividade a fonte básica do lucro."

³¹ O montante de capitais próprios disponíveis para o investimento (autofinanciamento) depende do poder de geração e retenção de excedente que, por sua vez, é determinado pelo volume dos investimentos anteriores, pelas margens brutas de lucro e pela distribuição do lucro gerado entre diversas categorias de despesas indiretas (impostos, juros, dividendos, etc). Cf. CALABI, Andrea et alii:

O acesso ao capital de terceiros é normalmente regulado pelo "princípio do risco crescente" ⁴⁰ e pela flexibilidade do mercado de capitais. Segundo aquele, há limites de ordem financeira ao endividamento das empresas, dado o risco inerente a uma ampliação excessiva do grau de endividamento caso as expectativas relacionadas ao investimento programado não se concretizem, constituindo uma possibilidade de descapitalização. Além disso, cabe considerar o efeito depressivo da acumulação financeira sobre a produtiva, destacado por Minsky. ⁴¹ Diante da redução progressiva da capacidade das unidades endividadas em atender o serviço crescente de suas dívidas, a acumulação financeira, a partir de certo momento, retroage sobre a acumulação produtiva, pois torna a estrutura financeira progressivamente mais frágil.

Agora, do ponto de vista das instituições financeiras, dado o "risco de crédito", o acesso aos recursos está associado a critérios de rentabilidades privadas e de garantias oferecidas pelo solicitante. O que significa que tendem a ser favorecidas as empresas já instaladas nos setores de maior produtividade e que oferecem aplicações

⁴⁰ "Geração de poupança e estrutura de capital das empresas no Brasil", *Relatório de Pesquisa*, No. 6, IPE/USP, SP, 1981.

⁴⁰ KALECKI, Michal: "Teoria da dinâmica econômica", Coleção Os Pensadores, Abril Cultural, SP, 1978, p. 132: "As decisões de investimento acham-se intimamente ligadas à acumulação interna de capital, isto é, à poupança bruta das firmas. Haverá uma tendência a empregar essa poupança em investimento, e, além disso, o investimento pode ser financiado por dinheiro vindo de fora, atraído pela acumulação do capital da empresa. A poupança bruta das firmas, portanto, expande os limites impostos aos planos de investimento pelas restrições do mercado de capitais e pelo fator do "risco crescente". Ver também, POSSAS, Mário Luiz & BALTAR, Paulo: "Demanda efetiva e dinâmica em Kalecki", *Revista Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 11, No. 1, IPEA-RJ, p. 141.

⁴¹ MINSKY, Hyman P.: "Can "it" happen again? Essays on instability and finance", New York, M. E. Sharpe, 1982.

"seguras". Enfim, as instituições financeiras possuem uma carteira de clientes preferenciais.

Malgrado o fato dos bancos obterem informações sobre os clientes (situação patrimonial, grau de endividamento, posição de mercado e/ou tecnológica, comportamento em relação aos contratos anteriores, etc.), tanto o risco do credor como o do devedor se baseiam em expectativas sobre os rendimentos esperados. Portanto, incorporam avaliações subjetivas e convencionais com precária sustentabilidade, o que os deixam sujeitos a fortes flutuações, mesmo no curto prazo. Caso se cumpram as previsões sobre os rendimentos esperados, tanto empresários como banqueiros tenderão a um estado de maior confiança, e, paralelamente à redução da incerteza, diminuirão os riscos (do devedor e do credor). Assim, as expectativas melhoram endogenamente ao longo do ciclo econômico e se eleva o grau de endividamento dos agentes, aumentando em contrapartida a fragilidade financeira do sistema. Se, ao contrário, as expectativas se inverterm, a estrutura herdada de ativos e passivos resulta incompatível com as novas pautas e critérios que passam a vigorar na comunidade de banqueiros e empresários, sobretudo no que concerne às margens de segurança aceitáveis nas operações de contratação de créditos. A deterioração das expectativas paralisa tanto o financiamento de novos investimentos quanto as possibilidades de refinanciamento das dívidas de curto prazo, que deixam de ser validadas pelas novas expectativas sobre a geração de fundos próprios

do devedor, podendo conduzir a um processo generalizado de liquidação de ativos, degenerando ainda mais as condições de investimento.

Apreende-se que uma regra típica do funcionamento bancário é a de acompanhar o comportamento da maioria (o comportamento da "manada", como classificou Keynes).⁴² Quando as expectativas são otimistas, os bancos apressam-se em gerar endogenamente novas fontes de liquidez para não perderem a oportunidade de efetuarem negócios rentáveis. Revertidas as expectativas, ante a elevação do grau de incerteza, mostram a mesma capacidade para retrair a oferta de crédito.

Todos os argumentos arrolados acima corroboram a assertiva de que a expansão das empresas tem como âncora primordial o capital próprio, acumulado a partir dos lucros, o qual ainda regula os referidos limites de acesso e de risco junto aos mercados de empréstimos e de capitais. Dentro destas condições, a intervenção nos mercados financeiros pelas autoridades monetárias apenas pode deslocar, mas nunca suprimir, o grau de aversão ao risco dos empresários e dos bancos, permitindo que o sistema bancário empie sua participação nos fluxos de capital da economia. Dessa forma, não há nenhuma razão lógica ou histórica para se imputar ao autofinanciamento das empresas o fato gerador do subdesenvolvimento como o fazem os teóricos da repressão financeira.

⁴² KEYNES, John Maynard (1935), op. cit., p. 114: "(...) empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral."

2.1.5 O papel do financiamento externo

Finalmente, devemos acrescentar que nos países periféricos o investimento (o gasto autônomo) também tem de ser compatível com a disponibilidade de divisas, uma vez que as moedas nacionais não são de circulação internacional (nem moeda-reserva nem moeda-conversível), ao contrário do que pressupõe McKinnon. Daí a necessidade de se contar com a entrada de recursos externos para financiar o desenvolvimento seja na forma de créditos bancários de curto prazo, seja em financiamentos de longo prazo oficiais e privados, seja ainda em capital de risco. A entrada de investimentos diretos é particularmente relevante quando se considera o fato de que a geração e posse das novas tecnologias está concentrada nas grandes empresas transnacionais. ⁴³

A crescente mobilidade dos fluxos internacionais de capitais bem como a maior integração dos mercados financeiros, em tese, ampliam as facilidades de acesso a recursos externos, dependendo do potencial de cada economia em atrair os capitais internacionais. Entretanto, essa articulação com os fluxos internacionais de financiamento tem sérias implicações. Do mesmo modo que se internalizam

⁴³ O apelo ao capital externo pode deixar de ser um recurso indispensável e essencial ao desenvolvimento econômico periférico quando se constituem, a partir de bases empresariais nacionais, estratégias agressivas de produção para o mercado internacional, capacitando tanto a geração de recursos para cobrir as necessidades de bens e serviços importados, quanto possibilitando outras formas de associações com o capital estrangeiro, joint ventures, por exemplo.

mais facilmente recursos do exterior, abrem-se em contrapartida mecanismos para investimentos de *portfolio* externos e, portanto, possibilita-se a canalização de recursos para fora do país. Noutras palavras, o processo de arbitragem, ainda que condicionado pelo risco cambial, pode globalizar-se, limitando a capacidade de intervenção das autoridades monetárias de um país que não tem poder (reservas) para intervir no mercado internacional. Ademais, a mobilidade dos capitais e a generalização das taxas de juros flutuantes tornam vulnerável a balança de capitais dos países com elevado grau de abertura financeira, pois passam a sofrer passivamente os impactos das políticas monetárias praticadas nos países centrais. **

2.1.6 O manejo do *finance* e do *funding* nos mercados financeiros contemporâneos dos países centrais

Este paradigma keynesiano da relação entre o investimento produtivo e a poupança, bem como da taxa monetária de juros, não deveria ser mediado por considerações relativas às mudanças institucionais que, de alguma forma, alterariam a validade de alguns preceitos económicos prevaletentes entre as décadas de 20 e 40? O

** Cf. BAER, Mônica (1993), op. cit., p. 18 a 20. Ver também, IDEM: "As restrições financeiras à retomada do desenvolvimento na América Latina", *Revista Novos Estudos CEBRAP*, No. 33, SP, 1992, p. 173-186.

comportamento do sistema contemporâneo de crédito não estaria condicionado pelo quadro institucional vigente? ⁴⁰

A grosso modo, o arcabouço das instituições monetárias - principalmente da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos da América -, na primeira metade deste século, se caracterizava por: a) controle dos Bancos Centrais sobre a expansão primária da liquidez, através da fixação da taxa de redesconto bancário; b) hegemonia do sistema bancário comercial no circuito creditício; c) inexistência de mercados financeiros internacionais com capacidade de emitir moedas privadas, o que possibilitava um elevado poder regulatório sobre as reservas internacionais; d) vigência de um espectro limitado de ativos financeiros ofertados pelos sistemas, sob controle das autoridades monetárias nacionais; e) e, finalmente, pela existência de mercados organizados de ações, consolidando uma disponibilidade de financiamento para a formação de capital fixo por meio de títulos de longo prazo.

Os argumentos keynesianos sobre a irrelevância da poupança e a imprescindibilidade do crédito na determinação do investimento estavam consubstanciados nesta institucionalidade bancária e financeira, onde a participação de M-1 no total dos agregados monetários era extremamente elevada, o que permitia o pleno desempenho do

⁴⁰ MIRANDA, Jose Carlos Rocha: "Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional", Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, mimeo, Campinas, 1992, p. 3: "Keynes evidencia-se, sobretudo, como um economista monetário e institucionalista. Por isso, a leitura de sua obra deve ser mediada pelo contexto de uma ordem mundial no interregno das hegemônias britânica e americana. São as determinações institucionais que, em última instância, definem o que em sua obra é datado e o que, perpassando os anos, pode constituir, ainda, matéria importante à compreensão da política econômica contemporânea."

finance, e a estabilidade em termos de prazos e custos da taxa de juros juntamente com o mercados de ações tornavam possível a existência do *funding*.

Tais condições, porém, modificaram-se substancialmente, a partir de meados dos anos 60, com a internacionalização dos circuitos financeiros e o surgimento de inúmeras inovações (novos instrumentos e novas instituições). Nas palavras de Tavares & Belluzzo: "(...) o mercado de dinheiro já não funciona de acordo com os supostos formulados por Keynes. Em primeiro lugar, a oferta monetária não pode mais ser considerada rígida e controlável exogenamente pelo Banco Central. O movimento de reservas provocado pela especulação no mercado internacional de divisas leva a flutuações endógenas na dívida pública e no dinheiro, que retiram o caráter regulador autônomo da política monetária. Em segundo lugar, a *idéia de preferência pela liquidez de Keynes perde sua simplicidade originária*. (...) A ruptura do padrão monetário internacional torna o dinheiro internacional uma categoria fugidia, na medida em que a paridade de poder de compra de qualquer moeda nacional em relação às demais ou a uma hipotética cesta de bens básicos não pode ser fixada. Deste modo deixa de ter sentido a *idéia de que existe um ativo que, por suas características de baixa elasticidade de produção e substituição, proporciona um prêmio de liquidez (capacidade de adquirir bens ou de liberar contratos, sem custo de transação e de manutenção)*. (...) As desvalorizações sucessivas das várias moedas nacionais e a

inexistência de um padrão monetário estável provocam a *desaparição do dinheiro como reserva de valor (...)*" E mais: "(...) a elevação das taxas de juros não corresponde mais a uma elevação do prêmio a renúncia da liquidez, mas a um prêmio de risco sobre a desvalorização provável da riqueza passada." *6 Em suma, observa-se um movimento em direção a investimentos em ativos financeiros geradores de juros, substituindo a posse da moeda propriamente dita, de modo a diminuir os riscos de desvalorização.

Como "a moeda somente pode ser estudada no seu contexto histórico e institucional", *7 destacaremos algumas características relevantes apresentadas pela nova institucionalidade dos mercados monetários e financeiros.

Em primeiro lugar, as instituições monetárias e não-monetárias tendem a uma generalização e homogeneização nas formas de operação. Minsky, a partir do formato institucional do sistema financeiro norte-americano, afirma: "(...) a linha divisória entre bancos comerciais, cujos passivos incluem depósitos a vista, e outras instituições financeiras - tais como as administradoras de patrimônio (companhias de seguro, fundos de pensão e diversos trusts de investimento) e os bancos de investimento - refletem muito mais o ambiente legal e a história institucional do país do que as funções econômicas destas instituições." *8 E, desde

*6 TAVARES, Maria da Conceição & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello: "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea". In: REGO, José Márcio (Org.): "Inflação Inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado". Ed. Paz e Terra, RJ, 1986, p. 56 e 57. (Grifos NANC)

*7 DAVIDSON, Paul: "International money and the real world", Macmillan, Londres, 1982, p. 241.

*8 MINSKY, Hyman P.: "Stabilizing an unstable economy", Capítulo 10, "Banking in a capitalist economy", Yale University Press, New Haven, 1986, p. 223.

os anos 60, a diferença entre as instituições financeiras tem sido crescentemente eliminada (desregulamentação), consolidando a tendência para o chamado banco universal ou múltiplo, que atua em todos os segmentos dos mercados, inclusive nos mercados internacionais. O predomínio da forma de organização multibancária, no entanto, não significa a impossibilidade da especialização, a partir de estratégias de concorrência entre as instituições, independente das restrições legais.

Em segundo lugar, os bancos comerciais foram suplantados no papel de canalizador dos fluxos de capitais, isto é, outros intermediários financeiros passaram a avançar poder de compra: "Além dos bancos comerciais, os intermediários financeiros tais como associações de poupança e empréstimos (*Saving & Loan*), instituições mutuals, companhias financeiras, seguradoras, trusts de investimentos imobiliários (*Real Estate Investment Trusts*) e os fundos *money-market* (fundos de curto prazo) são fontes de crédito. (...) Tais intermediários financeiros não-bancários, juntamente com os bancos comerciais, garantem que a oferta de financiamento responderá à demanda nos mercados creditícios." 47 Paralelamente, as próprias empresas passaram a emitir títulos de dívida, principalmente *bônus* e *commercial papers*, captando recursos diretamente junto a investidores institucionais (tais como fundos de pensão,

47 MINSKY, Hyman P. (1986), op. cit., p. 246 e 247. "As companhias financeiras são como os bancos comerciais, visto que primeiro fazem os empréstimos para depois encontrarem os recursos." (IDEM)

companhias de seguro, etc). ⁹⁰ O notável crescimento das instituições não-financeiras nos Estados Unidos e Japão, bem como das operações de dívida direta podem ser observados nas tabelas de 1 a 4 no Anexo Estatístico.

Em terceiro lugar, os depósitos à vista reduzem-se nos passivos dos sistemas bancários. ⁹¹ Concomitantemente, as diferentes instituições financeiras (monetárias e não-monetárias) desenvolveram diversas formas de captação, similares a depósitos à vista que, não obstante serem depósitos remunerados, apresentam elevado grau de liquidez. ⁹² Em outras palavras, os sistemas bancário e não-bancário dos países centrais, ⁹³ a partir de meados dos anos 60, ampliaram o espectro de ativos financeiros líquidos e remunerados, as quase-moedas, caracterizadas por alta elasticidade de substituição e baixo custo de conversão.

⁹⁰ Para uma descrição detalhada dos novos instrumentos financeiros (*Note Issuance Facilities, Floating Rate Notes, Opções e Futuros, Swaps, etc.*) ver FERREIRA, Carlos Kawai Leal & FREITAS, Maria Cristina Penido de: "O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80", IESP/FUNDAF, mimeo, SP, 1989.

⁹¹ MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos: "O sistema financeiro", mimeo, SP, 1990, p. 45: "Os depósitos à vista representaram no passado o contrato passivo por excelência dos bancos comerciais, matéria-prima básica para todas as suas atividades de intermediação financeira. Atualmente, os depósitos à vista não representam mais do que 15% do passivo total do sistema bancário. Foram substituídos por outros contratos que embora não tenham a liquidez imediata garantida contratualmente, pagam juros a seus titulares." Ver também, MINSKY, Hyman P. (1986), op. cit., Capítulo 4, "The emergence of financial instability in the postwar era", p. 80.

⁹² Sobre os novos sistemas de pagamentos, tais como o *money market mutual fund*, fundos de curto prazo lastreados em títulos públicos que possuem esquemas de compensação possibilitando aos mutuários o uso de talões de cheques; e o *Cash Management Accounts*, instrumento misto de depósito bancário e investimento acionário, com direito a emissão de cheques e cartões de crédito, ver FREITAS, Maria Cristina Penido de & SCHWARTZ, Gilson: "Serviços financeiros: rumo a re-regulamentação", *Revista São Paulo em perspectiva*, Vol. 6, No. 3, Fundação SEADE, SP, 1992, p. 78-84.

⁹³ Os sistemas financeiros da França, Alemanha, Japão, como de resto qualquer outro, devem ser analisados levando em conta especificidades de organização interna, o que determina a quase impossibilidade de uma teoria monetária geral. Cf. HICKS, John: "Perspectivas econômicas - ensaios sobre moeda e crescimento", Zahar Editores, RJ, 1978, p. 63: "A teoria monetária é menos abstrata que a maior parte da teoria econômica: não pode evitar uma relação com a realidade, que feita, algumas vezes, em outros setores. Faz parte da história monetária, de uma forma que a teoria econômica nem sempre faz parte da história econômica."

Isto é, podem rapidamente mudar de uma aplicação para outra e/ou ser convertíveis de ativos "receptores de juros" em "depósitos transferíveis por cheque". Geralmente, estes instrumentos financeiros absorvem tanto disponibilidades de caixa, relacionadas às despesas de curto prazo das empresas e das famílias, quanto recursos da acumulação interna do setor empresarial (fundo de depreciações e outros recursos destinados a investimentos ou ainda saldos inativos, poupança financeira sem destinação específica). Vale dizer, as quase-moedas possuem um componente monetário (M-1) e um componente não-monetário (M-2 ou M-3). As economias capitalistas modernas trabalham, então, com um estoque menor de moeda corrente por unidade de produto gerado. As relações entre M-1 e as quase-moedas com o produto interno bruto e com a formação bruta de capital fixo nos principais países desenvolvidos podem ser observadas nas tabelas de 5 a 15. Merece destaque a tabela 9: nos EUA, entre 1950 e 1990, a relação entre M-1 e o PIB reduziu de 40,9% para 15,5%; sendo que os depósitos à vista nos bancos comerciais diminuíram de 32% para 10,8%; inversamente, as quase-moedas aumentaram de 11,1% para 42,5%.

A consequência imediata desta proliferação de passivos remunerados foi uma intensa flexibilização dos ativos das instituições financeiras, isto é, sua transformação em instrumentos negociáveis (*securitization*). Se as instituições oferecem uma alternativa de aplicação remunerada com liquidez plena ou próxima, ficam obrigadas a

garantir a liquidez e remuneração deste passivo. Por conseguinte, devem contar com ativos que possuem liquidez instantânea, ou seja, possíveis de serem rapidamente negociados nos mercados secundários em troca de reservas bancárias, em prazo compatível com a liquidez dos passivos. Caso parte do ativo que lastreia o depósito líquido remunerado seja ilíquido, a instituição pode necessitar de refinanciamento temporário, nos mercados interbancários ou nos Bancos Centrais. Assim, a possibilidade de ofertar um depósito líquido remunerado deriva da liquidez do ativo que lastreia a operação e, portanto, depende da profundidade dos mercados secundários existentes. ³⁴

Malgrado a instabilidade crescente, as instituições financeiras têm conseguido compatibilizar a captação de um passivo de curto prazo com aplicações em prazos mais dilatados. Entretanto, permanece como condição desta dinâmica extremamente instável (*Speculative e Ponzi*, na linguagem de Minsky) ³⁵ um contínuo refinanciamento das

³⁴ A tarefa de tornar líquidos os ativos, concentrar e canalizar recursos para a capitalização das empresas, do comércio, etc. no contexto internacional recente, além do intenso desenvolvimento dos mercados secundários para garantir liquidez aos títulos de longo prazo, vem sendo desempenhada, também, pelos instrumentos de seguro contra riscos de variações nas taxas de juros e de câmbio e pela introdução de taxas de juros flutuantes nas operações ativas do sistema bancário. Cf. BAER, Mônica: "Mudanças e tendências dos mercados financeiros internacionais na década de 80", *Pensamento Iberoamericano*, No. 18, Madrid, 1990, p. 70: "Em função destas flutuações (das taxas de câmbio e de juros), a dinâmica nos mercados de capitais vem associada a uma intensa utilização de mecanismos que visam essencialmente o encurtamento do prazo e a cobertura de risco. Isso faz com que a dinâmica nos mercados de capitais se aproxime cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários."

³⁵ MINSKY, Hyman P. (1986), op. cit., p. 233-234, indica a existência de três padrões de financiamento: o *hedged* ocorre quando uma empresa espera fazer face ao serviço de sua dívida apenas com a receita de suas vendas; o *speculative*, quando a parcela de juros do financiamento de um investimento é integralmente paga pelas receitas correntes da empresa, mas toda ou parte da amortização tem que ser renegociada periodicamente junto ao mercado financeiro; e o *Ponzi*, quando nem mesmo os juros podem ser integralmente pagos com as receitas correntes da empresa.

estruturas passivas e ativas (operações de *roll-over*) e uma atuação dos Bancos Centrais como credores de última instância (*lender of last resort*). Neste contexto, cresce a importância dos investidores institucionais (fundos de aposentadorias e pensões, companhias de seguros, etc) - agentes voltados para aplicações de longo prazo - na definição dos contornos da dinâmica financeira. ²⁶

Resumindo, "(...) com a aceleração das inovações financeiras, nos anos 60 e 70, tornou-se claro que há uma diversidade de tipos de moeda, e que a natureza da moeda relevante se transforma com o desenvolvimento das instituições." E mais: "(...) o que é moeda é determinado pelo movimento da economia e geralmente há uma hierarquia de moedas, com instrumentos monetários específicos para diferentes propósitos." ²⁷ Isto é, os mercados financeiros passaram a emitir diferentes tipos de moedas: "(...) qualquer um pode criar moeda: o problema é fazer com que seja aceita." ²⁸ Ademais, devemos ressaltar que a circulação destas moedas no interior dos sistemas terminaram por criar um dinheiro propriamente financeiro, que se valoriza a si mesmo e "(...) não tem limite algum, salvo a credibilidade e o poder do sistema financeiro ante a si mesmo e ante as autoridades monetárias". ²⁹

²⁶ Para alguns autores as inovações financeiras, a partir dos investidores institucionais, ao diversificarem as formas de detenção da riqueza, poderiam garantir a estabilidade dos sistemas produtivos e financeiros. Desse modo, a gestão dos fundos institucionais induz a uma rediscussão sobre os padrões de poupança. Cf. AGLIETTA, Michel et alii: *Globalisation financière: l'aventure obligée*, Economica, Paris, 1990, p. 142 e 143.

²⁷ MINSKY, Hyman P. (1986), op. cit., p. 226 e 228. (Grifo MANC)

²⁸ MINSKY, Hyman P. (1986), op. cit., p. 228.

²⁹ TAVARES, Maria da Conceição (1983), op. cit., p. 131.

Como este desenvolvimento institucional se refletiu nas características fundamentais da moeda? Qual é o impacto no financiamento - nos fundos *finance* e *funding* - da crescente transferência das contas monetárias para as contas financeiras e da transformação das instituições bancárias e não-bancárias em instituições financeiras universais?

O fato essencial é que a nova realidade institucional dos mercados financeiros contemporâneos criou a figura das quase-moedas ou das quase-poupanças, que se proliferam no interior dos sistemas. A preferência pela liquidez deve, então, ser ampliada para abarcar outros ativos líquidos que contêm algum seguro contra a corrosão inflacionária, a flutuação nas taxas de juros e de câmbio, etc.

Do ponto de vista dos bancos, a emergência de novos instrumentos financeiros significou passar a privilegiar a administração do seu passivo, ao contrário do comportamento dominante até meados dos anos 60, quando basicamente selecionavam as carteiras de ativos (empréstimos e investimentos). "De um sistema, em que o foco principal dos intermediários financeiros estava centrado em seu ATIVO, evoluímos para um outro, em que a batalha mais importante é muitas vezes ganhar no lado do PASSIVO. O preço da liquidez para as instituições financeiras nunca foi tão elevado." ⁶⁰

⁶⁰ MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos: "O sistema financeiro", op. cit., p. 23. No mesmo sentido CHICK, Victoria: "The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest", *Economies et Sociétés* (Cahiers de l'ISMEA, Série Monnaie et Production, No. 3), Paris, 1986, p. 111-126, apresenta cinco estágios (padrões) de desenvolvimento do sistema bancário, sendo que no último (iniciado na primeira metade da década de 70) os bancos passam a desempenhar a "administração de passivos" (*liability management*): "a solvência e não a liquidez, é a questão hoje."

Assim sendo, à medida que se reduz a participação relativa de M-1 na maioria das economias capitalistas e as empresas emitem títulos de dívida direta, o estoque de riqueza (poupança agregada, M-3), mantida sob a forma de ativos financeiros remunerados e líquidos, passa a delimitar a disponibilidade de crédito na economia. Enfim, as inovações financeiras e o surgimento de novos agentes relevantes, como os investidores institucionais, alteram o significado e os impactos da poupança financeira nos processos de reestruturação produtiva e patrimonial. Segundo Braga: "No processo de financeirização da riqueza capitalista há um entrelaçamento complexo entre moeda, crédito e patrimônio: (...) A defesa da riqueza, do patrimônio, faz-se nas operações da macroestrutura financeira, que também vai alterando as formas de crédito, inclusive reduzindo a separação nítida entre os mercados de crédito e de capitais." ⁴¹

Indubitavelmente não se trata da clássica discussão liberal sobre a parcimônia da sociedade, isto é, a ideia de que se deve poupar mais individualmente, para investir e crescer mais no futuro, mas de que as transformações e as inovações financeiras recentes conformaram uma outra institucionalidade monetária e financeira, de certa forma antevista pelo próprio Keynes: "Antigamente poderia ter sido mais fácil do que hoje distinguir depósitos à vista de

⁴¹ BRAGA, José Carlos de Souza: "A financeirização da riqueza - a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais", IESP/FUNDAP, *Textos para Discussão*, Ano 6, No. 3, SP, 1991, p. 19. (Grifo no original)

depósitos a prazo. (...) Em alguns países tal distinção ainda tem considerável validade. Porém, na Grã-Bretanha o "Bank Act" de 1844 extinguiu as notas bancárias e ofuscou a diferença entre os depósitos." ⁴²

A relação de causalidade do investimento para a poupança, apontada por Keynes, continua válida sob qualquer hipótese. Todavia, a antecipação de poder de compra para a realização dos gastos em bens de investimento passa, cada vez mais, a ser efetuada não na órbita monetário-creditícia, mas na órbita financeiro-creditícia, onde prevalece a acumulação de riqueza pretêrita sob diferentes níveis de rentabilidade, risco e liquidez. Neste sentido, podemos identificar uma mudança na natureza da moeda, ou seja, uma crescente fusão entre a moeda e a poupança (financeira), renda pretêrita acumulada.

Os novos fluxos de dívida - novos títulos de dívida primária descontáveis no sistema financeiro - para a manutenção da produção, do consumo e do investimento, neste último caso referente ao fundo *finance*, não se diferenciam do estoque de riqueza acumulada e líquida - do "dinheiro financeiro" -, que circula no interior do sistema bancário e financeiro. ⁴³

⁴² KEYNES, John Maynard: "A Treatise on Money", Livro VII, Capítulo 31, "The problem of the management of money". In: "The collected Writings of John Maynard Keynes", Macmillan/Cambridge University Press, Vol. 6, p. 193.

⁴³ MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos: "O sistema financeiro", op. cit., p. 51 e 52: "(...) a segmentação clássica dos mercados, seja ao nível das instituições financeiras, seja ao nível dos contratos, praticamente desapareceu. O próprio conceito de MOEDA, matéria-prima básica destes mercados, vem perdendo progressivamente sua clareza, deixando inclusive um grande vazio teórico pela frente. É um dos exemplos mais claros do descompasso entre teoria e evolução do arcabouço institucional em que ela é operada."

Se o aprisionamento de montantes crescentes de liquidez financeira restringe ou não a liquidez necessária à circulação produtiva e ao financiamento do investimento, impedindo a criação de riqueza futura, depende do confronto das taxas atuais e prospectivas de lucratividade do capital produtivo (eficiência marginal do capital fixo) e das taxas de juros (valorização do capital financeiro) e não pode ser decidido *a priori*.⁴⁴ Quando as expectativas de variação nas taxas de juros são maiores que as do capital produtivo, temos, com certeza, uma situação de iliquidez para o setor real da economia, e vice-versa. Genericamente, o que podemos afirmar é que um aumento da oferta de ativos financeiros de curto prazo com elevado grau de liquidez, as quase-moedas, torna mais complexa a regulação monetária por parte dos Bancos Centrais, e mais difícil a monitoração da política monetária como um sinalizador dos investimentos (variação nas taxas de juros).

Boissieu,⁴⁵ no entanto, parece sugerir que a complexidade dos sistemas contemporâneos de crédito, com as notáveis emissões de títulos de dívida direta, poderia ser melhor apreendida, introduzindo-se a clivagem entre "economia de endividamento" e "economia de mercados financeiros" (ou, mais precisamente, de mercados de

⁴⁴ KEYNES, John Maynard (1985), *op. cit.*, p. 121: "(...) a curva da eficiência marginal do capital comanda as condições em que se demandam fundos disponíveis para novos investimentos, enquanto a taxa de juros rege os termos em que esses fundos são correntemente oferecidos."

⁴⁵ BOISSIEU, Christian de: "Economie d'endettement, économie de marchés financiers et taux d'intérêt" (ou, na edição em língua inglesa, "The 'overdraft economy', the 'auto-economy' and the rate of interest"). In: BARRERE, Alain (1985), *op. cit.*, p. 339: "(...) enquanto a teoria do emprego, da produção e da renda de Keynes refere-se principalmente a uma economia de endividamento, a teoria da preferência da liquidez prende-se mais a uma teoria dos mercados financeiros."

capitais). ⁴⁶ Postula que, numa economia de endividamento, o sentido de causalidade (entre a poupança e o investimento) parte do crédito, ou seja, os bancos concederiam empréstimos de acordo com critérios de lucratividade e risco, sem disporem previamente dos recursos necessários. ⁴⁷ Numa economia de mercados financeiros prevaleceria a causalidade inversa, pois os bancos somente concederiam novos créditos se dispusessem de um excesso de dinheiro em caixa, retomando, assim, a questão básica da teoria da repressão financeira, qual seja, a expansão do crédito ocorreria a partir da poupança previamente acumulada.

Do nosso ponto de vista, este raciocínio se apóia em dois anacronismos. O primeiro refere-se ao fato de que a expansão das instituições não-monetárias, sem acesso direto a fontes de financiamento do Banco Central (taxas de redesconto), implicaria um comportamento mais conservador das instituições financeiras, vale dizer, avançariam poder de compra apenas a partir de suas reservas internas. Esquece, porém, que a necessidade de impedir a falência do sistema como um todo, o exercício da função de *lender of last resort*, envolve a sustentação dos diversos setores

⁴⁶ A noção de "economia de endividamento" esta associada a revista *Business Week* que publicou, entre 1972 e 1979, alguns artigos enfatizando o crescimento exponencial das dívidas nos EUA ("The debt economy"). A distinção entre esta e a "economia de mercados financeiros" foi sugerida por Hicks, em 1974: "(...) seria útil pensar a questão da liquidez como dividida em dois setores, um que se apóia na posse real de ativos líquidos (poupança) e outro que é sustentado principalmente pelo poder de emprestimo assegurado (ou aparentemente assegurado), pelos bancos (crédito). Chamaremos esses setores de *auto-sector* e *overdraft sector*". Cf. HICKS, John: "A crise na economia keynesiana", Ed. Vertice, SP, 1987, p. 42.

⁴⁷ BOISSIEU, Christian de (1985), op. cit., p. 338: "Numa economia de endividamento, graças aos bancos, o financiamento dos investimentos pode ocorrer sem a existência obrigatória de uma poupança previa."

insolventes. ⁶⁶ O caso recente das associações de poupança e empréstimos (*Saving & Loan*) norte-americanas que foram apoiadas pelo Federal Reserve ilustra bem o estado das artes. O segundo refere-se à fonte predominante das moedas nos mercados de capitais, as rendas pretéritas acumuladas. Ignora, no entanto, que estas "poupanças financeiras" podem alavancar uma quantidade imensa de moedas privadas, amplificando a liquidez da economia.

E esta concepção estreita das moedas contemporâneas que se encontra por trás da seguinte argumentação sobre o fundo *finance*: "Como é criado este fundo rotativo? Keynes afirma que ele "pode ser fornecido tanto por novas emissões de ações como pelos bancos, o que não faz nenhuma diferença". ⁶⁷ Isto é bastante surpreendente, pois a maneira pela qual o fundo rotativo é criado tem claras consequências sobre o nível e a estrutura das taxas de juros (possíveis efeitos de *crowding out*, etc). Por outro lado, se o *finance* é satisfeito através da emissão de títulos de dívida direta (bônus) comprados por agentes não-financeiros, isto significa que ele se apoia numa poupança previamente existente. A única maneira de romper a ligação entre o *finance* e a poupança consiste na interpretação do *finance* em termos de créditos bancários adicionais numa economia de endividamento em expansão". ⁷⁰

⁶⁶ MINSKY, Hyman P. (1986), op. cit., p. 250 a 253.

⁶⁷ KEYNES, John Maynard: "Teorias alternativas da taxa de juros", op. cit., p. 152.

⁷⁰ BOISSIEU, Christian de (1985), op. cit., p. 341. (Grifos no original)

De modo geral, a afirmação está correta em si mesma, mas não alcança o âmago da questão. As emissões de dívida direta nos mercados de capitais podem ser realmente lastreadas em renda acumulada líquida, circulando na esfera financeira. Entretanto, o fato mais relevante é que esta riqueza preterita (poupança financeira) permite assegurar a função de instrumento geral e ampliado do crédito. Vale dizer, permite que o crédito cresça muito além do produto. Torna-se, então, um exercício bizantino discutir o que é moeda ou o que é poupança na dinâmica hodierna dos sistemas financeiros.

Com relação aos possíveis impactos na estrutura e no nível das taxas de juros, um dos sinais mais explícitos desta nova dinâmica do crédito bancário talvez possa ser identificado na crescente elevação do patamar das taxas de juros, nos principais mercados financeiros, entre 1960 e 1990 (ver tabela 16). ⁷¹ O seu efeito, no entanto, pode ser desconsiderado, pois não são os níveis absolutos das taxas que inviabilizam os investimentos em bens de capital fixo, e sim a sua instabilidade. ⁷²

Permanecendo coerente com a concepção de moeda creditícia endógena, Keynes não distinguia a demanda por moeda da demanda por crédito, já que o crédito era

⁷¹ Cf. ROUSSEAS, Stephen: "Post Keynesian monetary economics", Macmillan, Londres, 1986, p. 50 a 60.

⁷² TAVARES, Maria da Conceição & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1986), op. cit., p. 57: "Uma empresa capitalista sempre pode equilibrar seus ativos e passivos financeiros se a taxa de juros for alta, mas estável. Isto, simplesmente, aumentaria o caráter rentista da riqueza capitalista. Uma distribuição adequada do *portfolio* resolveria este problema. O problema é o risco e a incerteza, frente a flutuações dramáticas na taxa de juros, durante o período de produção e de investimento, ambos envolvendo tempos distintos de valorização de ativos e passivos reais, com distintos períodos de maturidade."

alavancado predominantemente no mercado monetário. Atualmente, com o avanço do crédito a partir do mercado financeiro podemos afirmar que tornam-se indistintas a demanda de moeda e a demanda de poupança (ativos financeiros).

Não devemos cair na armadilha já anunciada por Keynes, no *"Treatise on Money"*: "Essa função dual dos bancos (recebimento de depósitos à vista e a prazo) é a chave para muitas dificuldades na moderna teoria da moeda e do crédito e fonte de sérias confusões."⁷³ Para ele, de um lado, os depósitos à vista nos bancos comerciais proveriam de moeda seus depositantes e, através do sistema de reservas fracionadas, de recursos adicionais os tomadores de empréstimos. Os bancos criariam, então, moeda, operando como uma câmara de compensação e transferindo ordens de pagamentos entre os clientes. Neste caso, estaríamos diante do mecanismo bancário segundo o qual os "empréstimos criariam depósitos". De outro lado, com os depósitos a prazo, atuariam meramente como intermediários nos empréstimos de capital. Receberiam depósitos a prazo do público e os empregariam em investimentos financeiros ou na produção. Aqui, seriam os "depósitos que possibilitariam os empréstimos". Em resumo, o pensamento keynesiano inclui a hipótese de que não são apenas os depósitos à vista que originam passivos monetizados, nos bancos comerciais, para fins de operacionalização do sistema de crédito.

⁷³ KEYNES, John Maynard: *"A treatise on money"*, op. cit., p. 191.

Na mesma direção, Kaldor, a partir de uma análise histórica do desenvolvimento inglês realizada pelo "Radcliffe Report" de 1959, define uma economia de dinheiro de crédito: "É a posição de liquidez total que é relevante para as decisões de gasto e nosso interesse na oferta de moeda é devido à sua significância no quadro de liquidez global (...). A decisão de gasto depende da liquidez num sentido amplo, não do acesso imediato ao dinheiro." ⁷⁴ Noutras palavras, a quantidade de moeda em circulação (M-1) é apenas parte da maior estrutura de liquidez da economia (M-3).

Concluindo, a noção abrangente e hodierna da criação creditícia, a partir da nova dinâmica dos mercados financeiros com passivos remunerados, não é incompatível com o pensamento keynesiano, como parece sugerir Boissieu ao estabelecer a clivagem entre economia de endividamento e economia de mercados financeiros. A questão precípua é que estamos assistindo a uma transição de um sistema monetário-creditício para um sistema financeiro-creditício. Isto é, a alavancagem de crédito ocorre cada vez menos no mercado monetário (M-1) e cada vez mais no mercado financeiro (M-3). Noutras palavras, tanto o *finance* como o *funding* passam a originar-se no M-3, qual seja, na poupança financeira agregada (renda acumulada). Porém, "(...) o problema económico a ser tratado é o da evolução e não o da génese

⁷⁴ KALDOR, Nicholas: "The scourge of monetarism", Parte I, "The Radcliffe Report and monetary policy", Oxford University Press, New York, 1982, p. 8

(da moeda)." 7ª Pouco importa a origem da moeda, se das instituições bancárias ou das não-bancárias, se dos depósitos à vista ou dos depósitos remunerados. O essencial é a capacidade de um sofisticado sistema bancário e financeiro realizar plenamente os contratos, isto é, garantir o funcionamento do sistema de pagamento e de crédito e, por conseguinte, permitir o crescimento económico ao longo do tempo.

Neste sentido, a preocupação última de McKinnon em acelerar o aprofundamento financeiro (aumentar a relação entre M-2 e o produto interno bruto), em si, está de acordo com os princípios reinantes nos mercados financeiros contemporâneos. Com o postulado de que o crescimento da poupança financeira garante por si só o incremento da poupança real ou macroeconómica e, portanto, do investimento produtivo, podemos afirmar, com o perdão do prosaico, que "ele atirou no que viu e acertou o que não viu". Ou seja, a liberalização financeira ao permitir a proliferação de ativos financeiros, com diferentes estruturas de prazo e remuneração, pode multiplicar a capacidade de alavancagem de crédito da economia. Porém, a discussão acima, sobre a natureza das moedas, sinaliza a necessidade de se reduzirem a instabilidade e a incerteza. Caso contrário, aprisionar-se-ia essa massa monetária nos circuitos das quase-moedas e da especulação financeira, sem qualquer impacto sobre o setor real. O *laissez-faire* das taxas de juros, se capaz de

7ª MINSKY, Hyman P.: "La structure financière: endettement et crédit". In: BARRERE, A. (1985), op. cit., p. 319.



expandir os ativos financeiros, e incapaz, por si só, de promover a retomada do investimento.

Para que o aprofundamento financeiro amplifique a taxa de investimento, é necessário, além da disponibilidade de recursos por meio da prontidão dos bancos em ampliar a oferta de crédito, que os tomadores potenciais (os empresários produtivos) demandem efetivamente novos recursos. Por sua vez, isso requer a existência de expectativas de lucro favoráveis. ⁷⁶ Noutras palavras, a expansão do M-3, com a proliferação de instrumentos financeiros, oportunidades de arbitragens e transações fictícias, *per se*, não induz a um aumento do crédito e dos investimentos, como proclama a teoria da repressão financeira, pois há incerteza acerca do futuro.

Concluimos, portanto, que, "(...) embora um maior volume de crédito bancário seja provavelmente um *sine qua non* de um aumento do emprego, um programa de investimentos domésticos capaz de absorver esta elevação é um *sine qua non* de uma expansão creditícia segura." ⁷⁷

Discutiremos, a seguir, os axiomas da teoria da repressão financeira de McKinnon e Shaw, no contexto latino-americano: a defesa da liberalização, interna e externa, como única forma de se alcançar o chamado aprofundamento financeiro, sem considerar as especificidades estruturais

⁷⁶ Conforme TAVARES, Maria da Conceição: "Acumulação de capital e industrialização no Brasil", Ed. UNICAMP, Campinas, 1986, p. 146: "Não basta adotar uma política economicamente aceitável; é necessário expandir-se e, portanto, garantir taxas diferenciais de lucro crescentes para os setores oligopólicos."

⁷⁷ KEYNES, John Maynard (1978), *op. cit.*, p. 25.

das economias periféricas e tardiamente industrializadas (ou semi-industrializadas); a natureza crônica da inflação que dificulta a efetivação de contratos, instituição básica de um mundo dominado pela incerteza; e as condições que determinam o investimento em capital fixo, as expectativas de rentabilidade. Procuraremos mostrar que a questão é mais complexa do que simplesmente identificar a repressão dos mercados de capitais, ou seja, não se trata de políticas públicas restritivas aos mercados financeiros, mas de monitoramento da moeda e do crédito em condições de incerteza muito elevada. ⁷⁰

2.2 AS ESPECIFICIDADES DO PADRÃO DE FINANCIAMENTO LATINO-AMERICANO: CONTRATOS FINANCEIROS EM CONDIÇÕES INFLACIONARIAS

Keynes definia as economias capitalistas como "economias monetárias de produção", pois a condição básica de seu funcionamento é a existência de uma malha de contratos fixados em termos monetários: "(...) o dinheiro se

⁷⁰ KINDLEBERGER, Charles P.: "Financial deregulation and economic performance: an attempt to relate European financial history to current LDC issues", *Journal of Development Economics*, Vol. 27, North-Holland, 1987, p. 350: "Concluo que a questão da regulação ou desregulação financeira implícita no conceito de repressão de McKinnon é excessivamente simples. Não se pode postular a existência de apenas mercados monetários e de capitais reprimidos e liberalizados. A história financeira, o caráter nacional, a evolução das instituições e as relações entre empresas e instituições financeiras, afetam tanto a maneira como os mercados financeiros reagirão às mudanças - regulação ou desregulação governamental financeira ou real - quanto a maneira como os mercados de capitais alocam de forma eficaz os recursos entre aplicações concorrentes."

coloca, num amplo campo, entre o ativo real e o proprietário da riqueza. O proprietário efetivo do ativo real financiou-se mediante empréstimo do proprietário real da riqueza. Além disso, e em grande parte por intermédio do sistema bancário que isto foi arranjado. Em outras palavras, os bancos interpuuseram, por uma consideração, sua garantia, permanecendo como o real fornecedor e o real tomador do empréstimo. Deram sua garantia ao prestador de fato; e sua garantia só é boa se o valor monetário do ativo pertencente ao real tomador do empréstimo valer o dinheiro que por ele foi entregue." ⁷⁷

Toda e qualquer transação no mercado capitalista tem como representação um contrato que corresponde a uma responsabilidade futura entre as partes envolvidas e, exatamente porque "(...) o dinheiro é simplesmente aquilo que o Estado, de tempos em tempos, declara ser um bom instrumento legal para saldar contratos em dinheiro", ⁸⁰ o capitalismo presume um padrão de medida de valor e de fixação dos contratos com uma certa estabilidade. Estabilidade sujeita a rupturas temporárias e reversíveis, pois fundada exclusivamente na confiança, a partir de convenções e crenças, com capacidade de orientar o comportamento racional e calculador dos agentes no mercado.

⁷⁷ KEYNES, John Maynard (1978), op. cit., p. 47. Enfim, "(...) a moeda, considerada em seus atributos mais significativos, e sobretudo um processo sutil de ligar o presente ao futuro, e sem ela nem sequer poderíamos iniciar o estudo dos efeitos das expectativas mutáveis sobre as atividades correntes."

KEYNES, John Maynard (1985), op. cit., p. 204. (Grifos MANC)

⁸⁰ KEYNES, John Maynard (1978), op. cit., p. 7.

Neste sentido, arranjos institucionais que possibilitem a emissão de títulos de longo prazo (recursos disponíveis para o processo de consolidação do investimento produtivo - *runding*), que depende de expectativas de taxas de juros positivas engendradas no interior do sistema financeiro, passam a desempenhar um papel fundamental, à medida que contrarrestam a incerteza relativa ao financiamento de posições de longo prazo e reduzem o risco de instabilidades financeiras que poderiam abortar o processo de crescimento. Em condições de relativa estabilidade de preços ou de "ilusão de moeda estável", diminui o prêmio exigido pelos aplicadores pelo risco de mercado (risco de desvalorização do ativo) inerente a estes títulos. Segundo Davidson: "A instituição dos contratos a prazo, por meio de resgates e pagamentos no futuro, é que permite aos agentes atuarem e controlarem os efeitos de um futuro incerto. O contrato a longo prazo é a maneira como uma economia de livre-mercado, num mundo incerto, funda controles institucionais de preços e salários, ao longo do tempo. Em tal mundo as âncoras contratuais sobre os eventos futuros são condições necessárias para estimular os empresários a executarem atividades económicas numa economia de mercado." ⁸¹

Em economias com tensões inflacionárias renitentes o efeito das expectativas de variação dos preços e o de impossibilitar os contratos e/ou reduzir a amplitude e os prazos dos mesmos, pois a incerteza sobre o poder de compra

⁸¹ DAVIDSON, Paul: "Keynes and money". In: HILL, Roger: "Keynes, money and monetarism - The eighth Keynes seminar held at the University of Kent at Canterbury, 1987", Macmillan, Londres, 1989, p. 17.

da moeda se amplia brutalmente. ⁸² Os mercados somente operam no curto prazo, onde os custos e rendimentos são mais previsíveis por parte dos agentes e, ademais, podem renegociar em menores lapsos de tempo as condições estipuladas nos contratos. Na verdade, temos aqui uma "falácia de composição": cada unidade acredita que terá menores riscos operando no curto prazo, contudo, esses comportamentos individuais provocam por si mesmos uma maior fragilidade do conjunto do sistema, a medida que cresce o número de empresas que precisam constantemente refinarçar seus passivos e ativos.

Do nosso ponto de vista, esta é a questão fundamental com relação a atrofia do sistema financeiro dos países em desenvolvimento: com a persistência de elevadas taxas de inflação e "(...) na ausência de mecanismos formais de indexação os mercados financeiros nacionais não se desenvolvem. Quando muito é o governo que assume a função de ofertante de créditos (...). O mercado restringe-se às operações de curtíssimo prazo do mercado monetário, e praticamente inexistente o mercado de capitais." ⁸³

Então, trata-se de introduzir mecanismos de defesa do valor real do contrato através de uma cláusula de variação do seu valor de face em função de algum referencial externo. A indexação, com base na variação de um índice de preços,

⁸² CARVALHO, Fernando J. Cardim de: "Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana". In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA Jr., Paulo Nogueira (Orgs.), op. cit., p. 209: "(...) ao corroer o poder de compra da moeda, a inflação faz com que seu valor como unidade de conta se torne imprevisível, criando ganhos ou perdas inesperados."

⁸³ MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos: "A moeda indexada", mimeo, SP, 1991. (grifos MAMC)

dos valores de títulos emitidos pelo sistema financeiro e dos contratos de financiamento constitui uma maneira de regularizar os contratos de débito e crédito e viabilizar o desenvolvimento da intermediação financeira, inclusive da própria dívida pública.⁸⁴

Sumariamente: em situações que apresentam pressões inflacionárias pertinazes, a tendência dos detentores de riqueza é reduzir os prazos de suas aplicações financeiras diante das incertezas quanto a evolução dos preços. Configura-se, assim, um problema central de algumas economias em desenvolvimento, ignorado pelos teóricos da "repressão financeira": como a demanda por ativos líquidos é elevada, a capacidade do sistema financeiro tanto de fornecer crédito de curto prazo, quanto de monitorar o funcionamento contínuo dos mercados de títulos de longo prazo fica limitada.

O insuficiente desenvolvimento dos sistemas financeiros latino-americanos no que concerne ao volume, prazos e condições de crédito de médio e longo prazo não deriva estritamente da "repressão", mas da instabilidade e da incerteza, extremamente elevadas, bem como da falta de confiança dos poupadores e dos investidores. As taxas de juros negativas decorrem da instabilidade macroeconômica,

⁸⁴ Mesmo com um sistema geral de indexação que viabilize os contratos a prazo em uma economia inflacionária, não se eliminam todos os riscos. Face à desvalorização da moeda permanece o risco de: i) que os índices fixados pelo governo não acompanhem o índice de inflação, implicando uma redução dos prazos dos contratos, como mecanismo de proteção; ii) que o preço/rendimento dos ativos não acompanhe o índice arbitrado, este é tanto maior quanto maior a inflação, quando se amplia a possibilidade de dispersão de preços e rendimentos. Cf. BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de: "A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira". In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA Jr., Paulo Nogueira (Orgs.), 1992, op. cit., p. 25-31.

especificamente, da aceleração inflacionária, e não das políticas públicas de promoção do crescimento. Trata-se, na verdade, de um constrangimento estrutural à plena constituição da intermediação financeira. ⁸⁰

Nas palavras de Keynes: "Na medida em que a inflação avança e o valor real da moeda flutua selvagememente de um mês para outro, todas as relações permanentes entre devedores e credores, que formam o fundamento último do capitalismo, se tornam tão completamente desordenadas que passem quase a não ter sentido; e o processo de aquisição da riqueza degenera em jogo e loteria." ⁸¹

Este constitui um dos equívocos fundamentais da teoria da "repressão financeira": os mecanismos de capitalização financeira e de endividamento supõem não a existência de "poupanças prévias", mas de uma institucionalidade financeira e monetária capaz de proliferar títulos de toda espécie, com diferentes graus de rentabilidade, risco e liquidez. Vale dizer, a compreensão keynesiana da dinâmica financeira permite-nos afirmar que os problemas do subdesenvolvimento decorrem da ausência de mecanismos de financiamento e da impossibilidade de se diferir no tempo o gasto da renda preterita acumulada, bem como de canalizar esses recursos para projetos de investimento, e não de simples restrições públicas.

⁸⁰ É evidente que a rigidez institucional, particularmente os tetos às taxas de juros, num contexto de aceleração inflacionária, inibe a criação e diversificação de instrumentos de mobilização financeira e títulos de dívida. Todavia, o que queremos destacar é que isto não decorre exclusivamente da intervenção estatal. Geralmente, esta ocorre porque aqueles não funcionam, portanto, o sentido da causalidade tem de ser invertido.

⁸¹ KEYNES, John Maynard (1978), op. cit., p. 3.

Dado este constrangimento, os mercados financeiros privados na América Latina nunca geraram um fluxo de capital suficiente para apoiar uma taxa significativa de investimento nas atividades produtivas. Então, como criar instrumentos e instituições capazes de financiar o investimento, a produção e o consumo? Como canalizar fundos de capital (lucros retidos, recursos acumulados pelas famílias, etc) para estas instituições? Como induzir o setor financeiro privado, tradicionalmente operando no curto prazo, a participar de linhas de financiamento ao sistema produtivo, além dos créditos de liquidez? Enfim, como montar o aparelho de financiamento da economia?

Desta forma, não se trata de reorientar os recursos e instituições existentes, como querem os teóricos da "repressão financeira", mas de desenvolver novas formas de criação de crédito e intermediação financeira. Nas palavras de Beer: "(...) não é o sistema financeiro o responsável pela adequada alocação dos recursos de uma economia. Esta alocação é, *a priori*, determinada pelas decisões de investimento, a partir das quais se estabelece a demanda por recursos ao mercado financeiro, seja de *finance* ou de *funding*. A responsabilidade do sistema financeiro consiste na sua capacidade de satisfazer adequadamente as demandas de financiamento. Isto é, fornecer créditos de curto prazo e criar condições para que os detentores de riqueza estejam dispostos a diferir seu poder de compra no tempo e pôr seus recursos a disposição das unidades econômicas

transitoriamente deficitárias em seus fluxos de caixa." E mais: "Ainda que os agentes financeiros não sejam os responsáveis pela alocação dos recursos, (...) eles podem frustrar as decisões ao não cumprirem com suas necessidades de financiamento. E nesta capacidade unilateral de negar a oferta de crédito que consiste o poder e profundo impacto que os bancos podem exercer sobre o processo de acumulação." ⁸⁷ Em suma, não se poderia esperar que coubesse ao setor financeiro a responsabilidade de promover a correção das características intrínsecas de um determinado padrão de desenvolvimento, nem a realocação dos recursos em determinada direção e tampouco o aumento da taxa de investimento. ⁸⁸

Nessas condições, o controle do sistema de financiamento pelo Estado, viabilizando disponibilidades de recursos para o investimento produtivo, é decisivo. Uma orientação pública rigorosa e eficaz, devidamente coordenada e centralizada, se faz necessária tanto na maior participação das instituições financeiras públicas na

⁸⁷ BAER, Mônica (1972), op. cit., p. 30 e 31.

⁸⁸ De acordo com um trabalho clássico da CEPAL: "O desenvolvimento recente do sistema financeiro da América Latina". In: SERRA, José (Coor.): "América Latina - ensaios de interpretação econômica", Paz e Terra, RJ, 1976, p. 108-109: "(...) é aceito de maneira mais ou menos generalizada que a criação de um mercado de capitais é uma condição necessária e suficiente para elevar a taxa global de poupança, já que uma intermediação financeira eficiente se traduziria em maior mobilização dos excedentes da comunidade e em seu investimento em setores básicos para o processo de desenvolvimento econômico. Não resta dúvida de que o desenvolvimento de uma intermediação financeira diversificada fornece (...) os meios para transferir recursos financeiros (...) e que (...) melhorara a eficiência geral do sistema econômico. No entanto, derivar desta afirmação (mais ou menos axiomática) a suposição de que o progresso financeiro leva, por si só, tanto ao aumento da taxa global de poupança-investimento como à canalização da poupança dos setores potenciais ou relativamente superavitários para os setores estratégicos de maior significação para o desenvolvimento, a longo prazo, parece não corresponder à realidade da maior parte dos países nem encontra, tampouco, apoio nas análises teóricas sobre este assunto."

captação, oferta e canalização dos recursos financeiros para setores e empresas prioritários, quanto na integração dos intermediários financeiros privados com a estratégia explícita de desenvolvimento. Vale dizer, "(...) a experiência parece ensinar que exceto quando são expressamente criadas instituições financeiras "desenvolvimentistas" sob controle do setor público, dificilmente um país pode resolver os problemas de transferência intersetorial (ou espacial) de recursos para os setores mais atrasados ou para novos setores ou regiões, através do desenvolvimento espontâneo de seus intermediários financeiros." ⁹⁷

Esta problemática estava colocada no período inicial do processo de industrialização por substituição de importações. As dificuldades na mobilização de recursos para o financiamento público e privado não foram acompanhadas por modificações importantes na estrutura financeira interna. Faltou capacidade política para institucionalizar a captação e transferência de recursos privados na quantidade e forma convenientes ao financiamento do processo de industrialização, bem como para estabelecer novas formas de arrecadação fiscal e parafiscal que substituíssem as tradicionais e as vinculadas aos excedentes do setor exportador. ⁹⁸ Em suma, tanto o setor privado

⁹⁷ CEPAL (1976), op. cit., p. 109.

⁹⁸ Num trabalho de 1956 afirma corretamente KALDOR, Nicholas: "Los problemas económicos de Chile". In: IDEM: "Ensayos sobre política económica", Editorial Tecnos, Madrid, 1971, p. 541: "(...) una impresión general é que os obstáculos a um adequado desenvolvimento não são naturais, técnicos ou económicos, mas essencialmente políticos." Ou seja, a mobilização de recursos para potencializar o desenvolvimento

quanto o setor público não dispunham de instrumentos financeiros e fiscais para cobrir os programas de expansão do capital produtivo.

A solução pragmática encaminhada pela CEPAL e pelas políticas econômicas da maioria dos países da América Latina foi a entrada de capitais externos ⁹¹ na forma de investimentos de risco ou endividamento com instituições oficiais e/ou privadas e a criação dos bancos estatais de desenvolvimento para financiar os projetos de investimentos em setores novos e estratégicos, à margem da intermediação financeira. Ademais, o setor público foi obrigado a mobilizar recursos via políticas cambiais, subsídios cambiais para a importação de bens intermediários e de capital, proteção tarifária que garantia elevadas margens de autofinanciamento às empresas privadas substitutivas de importações e mecanismos de poupança forçada representados pela inflação e pelos depósitos compulsórios, etc. A expansão do capitalismo na América Latina ocorreria, então, através das linhas de menor resistência, consolidando um padrão de desenvolvimento que nunca logrou solucionar de forma permanente o problema do financiamento a longo prazo.

econômico da América Latina dependeria de mudanças sociais e políticas, capazes de alterar as estruturas de propriedade, renda e consumo.

⁹¹ COLISTETE, Renato P.: "O desenvolvimentismo e seus críticos: as idéias da CEPAL e de Caio Prado Jr. sobre a internacionalização econômica nos anos 50", Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas, maio, 1990, p. 77: "(...) dificilmente o projeto de superação do estatuto periférico poderia ser viabilizado prescindindo das inversões internacionais. (...) pelos seus efeitos positivos em termos de diversificação produtiva e aporte da técnica moderna, tanto os recursos de empréstimos públicos como as inversões diretas de firmas internacionais eram supostos como necessários ao desenvolvimento periférico."

Merece alguns comentários adicionais o fato de que dentro de certos limites os governos puderam manipular as taxas de inflação como um instrumento a mais de financiamento, a medida que propiciavam transferências inter-setoriais de recursos através das modificações bruscas nos preços relativos dos principais bens e serviços. "Deste modo, a maior parte dos países começou a utilizar a expansão inflacionaria como meio de equilibrar a pressão simultânea dos setores publico e privado sobre o sistema financeiro. Em alguns casos, e por periodos mais ou menos curtos, de acordo com as características de cada pais, este se transformou num efetivo mecanismo de poupança forçada que sancionava a posteriori as decisões de investimento nos setores com maiores possibilidades, mas que, com o tempo perdeu por completo sua eficácia." ⁷² A deterioração da funcionalidade da inflação como mecanismo de transferência de recursos inter-setoriais decorre de que a persistência do processo inflacionário institui reacções defensivas mais rápidas dos diversos agentes economicos, conformando um sistema de preços extremamente ágil nos mecanismos de propagação.

Em síntese, na ausência de um mercado de capitais ativo ⁷³ e de um sistema privado de bancos solidários com o processo de industrialização, bem como devido as limitações tributarias, o Estado foi obrigado a utilizar a política cambial e creditícia, as transferências inflacionarias e a

⁷² CEPAL (1976), op. cit., p. 128.

⁷³ Sobre a função ativa do sistema financeiro e/ou a passiva do Estado como condutores do processo de monopolização do capital ver TAVARES, Maria da Conceição (1983): "O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente", op. cit., p. 109-111.

atração do investimento e do endividamento externo. Através dos fundos, programas e agências financeiras estatais conseguiu, em alguns casos, aglutinar e aportar as massas de recursos financeiros necessários aos projetos de grande escala e longos prazos de maturação, sobretudo os relacionados com a implantação da infra-estrutura econômica e social e da industrialização pesada. ⁷⁴

2.2.1 O monitoramento do *finance* e do *funding* em condições de inflação crônica

O movimento que identificamos nos sistemas financeiros dos principais países desenvolvidos, notadamente nos anglo-americanos, em direção a ativos remunerados e líquidos, à primeira vista pode parecer muito semelhante a desmonetização característica das economias latino-americanas: a moeda corrente perde progressivamente a função de reserva de valor. Mas se os sistemas financeiros internacionais têm os seus recursos (inovações em instrumentos e instituições), os latino-americanos têm os seus limites. Senão vejamos.

A dinâmica específica dos mercados monetário-financeiros latino-americanos, com acentuado grau de

⁷⁴ FIORI, José Luis: "Reforma ou sucata - o dilema estratégico do setor público brasileiro", *Textos para Discussão*, Ano 6, No. 4, IESP/FUNDAP, SP, 1991; IDEN: "Para repensar o papel do Estado sem ser um neoliberal", *Revista de Economia Política*, No. 45, Ed. Brasiliense, SP, 1992, p. 76-89.

desmonetização, está basicamente associada, como mostramos acima, ao patamar inflacionário e à desconfiança no padrão monetário. A redução extremamente acentuada no percentual de M-1, na verdade, significa uma ruptura das funções monetárias, e o aumento das quase-moedas corresponde à introdução das "moedas indexadas", isto é, o "dinheiro financeiro" passa a ser corrigido por um índice geral de preços ou expresso em uma moeda estrangeira. Nas palavras de Mendonça de Barros: "A defesa que se busca, ao permitir uma cláusula de variação do valor de face do contrato em função de algum referencial externo, é em relação a seu valor real. Em uma conjuntura de inflação crônica, a questão relevante é o poder de compra da moeda associada aos contratos financeiros no prazo de sua validade." ** Esta situação é muito diversa das quase-moedas dos países desenvolvidos, onde no máximo ocorreu a introdução de taxas de juros flutuantes, ou seja, são repactuadas a cada rodada de negociações.

Em processos inflacionários crônicos, a moeda - instrumento geral dos contratos, de troca e de avaliação da riqueza privada - deixa de exercer a função de padrão adequado de referência dos preços e de reserva de valor. "A desmonetização é a contrapartida da fuga do dinheiro, já que os agentes privados não mais veem nele um ativo dotado da propriedade de representar um valor pela sua simples posse. No limite, a demanda de moeda inativa (os motivos

** MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos: "A moeda indexada", op. cit., p. 2.

precaução e especulação da tríade keynesiana) baixa a zero, o que significa a destruição do dinheiro do rol dos ativos e a incapacidade total de gestão monetária e regulação da taxa de juros pelo Estado." * Este caso limite pode ser observado na segunda metade da década de 80, em todos os países do Cone Sul: o percentual de M-1/PIB permaneceu em torno de 7% na Argentina, 6% no Chile e 8% no Uruguai. A relação dos depósitos a vista nos bancos comerciais com o PIB flutuou em torno de 2% na Argentina, 3% no Chile e no Uruguai. A substituição da moeda corrente por um outro ativo indexado (Chile) ou por uma moeda estrangeira (Uruguai) corresponde à busca de proteção e de referência para a riqueza (ver tabelas de 17 a 22).

A impossibilidade dos agentes econômicos de procederem às antecipações com um mínimo grau de certeza converge as decisões de acumulação financeira para a "moeda indexada". As quase-moedas vão concentrando todos os saldos monetários, poupanças e riquezas financeiras, englobando a maioria dos agentes, tanto indivíduos, quanto produtores, investidores institucionais, rentistas e especuladores. Assim, as quase-moedas tendem a arrebatam crescentemente a riqueza financeira, inclusive daqueles agentes cuja estrutura de recursos comportaria aplicações de risco ou a prazos mais extensos. Tudo isto dificulta em muito a restauração de outras dimensões dos mercados financeiros e a recuperação

* BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de (1990), op. cit., p. 65.

dos padrões de avaliação e risco da posse dos diferentes tipos de ativos. ⁷⁷

Como o risco de perda patrimonial, por movimentos imprevistos nos preços, nas taxas de juros e de câmbio, desaconselha as aplicações de médio e longo prazo, os ativos financeiros indexados tendem, então, a concentrar as decisões quanto a posse da riqueza, determinando o desvio de recursos do investimento e da produção.

Então, ocorre um deslocamento praticamente total da demanda por moeda - para transações, precaução ou especulação - para a moeda indexada de curtíssimo prazo como mecanismo de proteção e liquidez. Preservar a liquidez para antecipar possíveis alterações no quadro financeiro é a estratégia básica dos agentes, pois a formação de posições com retorno a longo prazo pode causar perdas irreversíveis, dada a instabilidade da economia. Neste contexto, as quase-moedas, sobretudo na forma da "moeda indexada", passam a constituir a única forma de proteção do valor da riqueza financeira, tornando praticamente impossível a livre movimentação tanto do *finance* quanto do *funding*, pelos bancos e demais instituições financeiras. Aliás, estas últimas tampouco se expandem (ver tabela 23).

Em princípio, o *finance* poderia ser alavancado a partir da liquidez financeira acumulada nas aplicações indexadas.

⁷⁷ Esperamos ter demonstrado acima que o sistema financeiro condiciona de duas formas a valorização da riqueza e as avaliações patrimoniais: de um lado, fornece sinais relevantes para a antecipação dos rendimentos futuros dos diferentes ativos; de outro, como a formação de posições ativas pressupõe o seu financiamento, são cruciais as condições de custos, prazos e acesso a recursos definidos no sistema bancário e no mercado de capitais.

Isso não ocorre porque, dado o elevado grau de incerteza, a preferência pela liquidez permanece quase absoluta.⁷⁸ E o *funding* inexistente, porque é difícil de se prever o rendimento esperado em períodos mais longos. Portanto, não se desenvolvem mecanismos institucionais capazes de promover o deslocamento destes saldos monetários - liquidez financeira - para a circulação industrial ou produtiva, através das forças de mercado, e muito menos pela simples desregulamentação dos mercados financeiros. A moeda inativa (financeira) não se transforma em meio de financiamento e instrumento de circulação da renda. Neste contexto, as políticas seletivas de crédito correspondem a arranjos institucionais criados exatamente para cobrir a inexistência de fontes privadas de financiamento de médio e longo prazo.

Em síntese, a volatilidade dos sistemas financeiros das economias em desenvolvimento revela, mais uma vez, que o problema é menos de carência de poupança e mais de inexistência de mecanismos seletivos e confiáveis de direcionamento dos recursos financeiros. Assim, distintamente da prescrição feita inicialmente pela teoria da repressão financeira acreditamos que "(...) quando a inflação é alta, taxas de juros reais precisam ser

⁷⁸ É evidente que os bancos podem avançar linhas de crédito de curto prazo, quando existem demandas (geralmente associadas a manutenção do fluxo produtivo), mesmo com seus passivos concentrados no curtíssimo prazo. Entretanto, o que queremos ressaltar é que as expectativas pessimistas quanto ao futuro levam a redução da eficiência marginal do capital e, conseqüentemente, do investimento. Em outras palavras, em regime de alta inflação e elevada incerteza a riqueza permanece concentrada em ativos financeiros líquidos ou de risco. Sendo assim, uma emissão forçada - por decisão de política econômica - de finance pode não se direcionar ao investimento produtivo, ou mais precisamente, deve se deslocar para o circuito de valorização financeira (da moeda indexada). Nestas condições inexistem mecanismos, financeiros e reais, que possibilitem à liquidez financeira ampliar o investimento e, portanto, o emprego.

aumentadas, mas não através dos seus valores nominais e sim reduzindo a inflação." **

2.3 A experiência de liberalização financeira dos países do Cone Sul (1973-1984)

As políticas prescritas pela teoria da repressão financeira de redução das taxas de encaixe bancário, de supressão dos controles cambiais, das barreiras institucionais à entrada de novas instituições financeiras (nacionais e internacionais) ¹⁰⁰ e da supervisão bancária, bem como de erradicação dos tetos sobre as taxas de juros e dos mecanismos seletivos de crédito, em um contexto de elevada instabilidade macroeconômica como a presente nos países do Cone Sul, contribuíram para acelerar o caráter especulativo dos mercados financeiros (público e privado) e sua tendência a operar predominantemente no curto prazo (ver tabela 24). O florescimento da intermediação financeira privada no Cone Sul, mesmo nos momentos áureos do processo

** AKYUZ, Yilmaz & KOTTE, Detlef J.: "Financial policies in developing countries: issues and experience", UNCTAD/OSG/DP No. 40, Genebra, 1991, p. 6. Isto implica afirmar que a convenção de preços estáveis necessária para manter o sistema de contratos monetários, depende do combate à inflação não através da política monetária (relevação da taxa de juros), mas sim no âmbito da formação dos preços pelos produtores.

¹⁰⁰ Como mostramos no capítulo anterior a questão da sequência e da velocidade da abertura financeira externa é controvertida mesmo dentro do pensamento liberal. A execução desta política nos países do Cone Sul, principalmente na Argentina e Uruguai (o Chile seguiu a ordem correta), em desacordo com os preceitos de McKinnon, pode estar associada a vários fatores, que escapam ao nível teórico. Tendemos a afirmar que o endurecimento dos policy makers, no sentido de uma maior ortodoxia liberal, articulados a grupos de interesses rentistas internos levaram a uma aceleração das reformas voltadas a uma maior integração aos fluxos de capitais externos.

de liberalização, foi limitado aos depósitos e empréstimos de menos de seis meses de maturação. A Argentina representa o caso limite, pois, quando se iniciou a crise de 1980, aproximadamente 90% do total dos depósitos do sistema se concentravam em vencimentos que não superavam 30 dias.¹⁰¹ Simultaneamente, estas políticas provocaram a destruição das intermediações de longo prazo pre-existentes mantidas pelos governos através de instituições públicas de financiamento e que mobilizavam recursos domésticos, inclusive via sistema tributário.¹⁰²

Ademais, o abandono da regulação da taxa de juros, do contingenciamento do crédito e a abolição dos controles de câmbio como instrumentos de política econômica acarretaram uma grande volatilidade das taxas de juros e de câmbio (ver tabela 25). A taxa de juros real foi instável durante todo o período, inclusive assumindo valores negativos em função da magnitude do "atraso cambial". Proveniente este da utilização da prefixação cambial como política antiinflacionária baseada no "enfoque monetário do balanço de pagamentos", que ocasionou uma forte sobrevalorização cambial.¹⁰³ Apesar dos déficits comerciais crescentes, o atraso do câmbio se converteu em uma peça fundamental do

¹⁰¹ FELDMAN, Ernesto & SOMNER, Juan: "Crisis financiera y endeudamiento externo en la Argentina", CET/Centro Editor de América Latina, Buenos Aires, 1986.

¹⁰² PASCALE, Ricardo: "La estructura del sistema financiero en los países de la ALADI", ALADI/SEC/Estudio 14, Montevideo, 1983.

¹⁰³ Na verdade, a abertura financeira vincula a taxa nominal de juros ao custo do crédito externo, através do risco cambial. A possibilidade de estabilizar a taxa de juros real depende da possibilidade de estabilizar a taxa de câmbio real, dado que as flutuações desta se transmitem àquela. Mais importante ainda é o fato de que a taxa de juros nominal não depende da política cambial atual, mas das expectativas quanto à taxa de câmbio futura.

processo de absorção de liquidez internacional. Os três países ficaram sujeitos ao ingresso de capitais de curto prazo, que obtiveram alta rentabilidade no sistema financeiro pelo duplo mecanismo de taxas de juros reais positivas muito elevadas e por um deslocamento da taxa de câmbio abaixo do movimento interno de preços.

Entretanto, a deterioração das expectativas dos agentes econômicos com relação à possibilidade de se manter a longo prazo um modelo baseado no "atraso cambial" e em taxas de juros fortemente positivas em termos reais terminaram por provocar a saída dos capitais externos, que tinham sido introduzidos pelo setor privado para aproveitar o subsídio financeiro implícito no atraso cambial (ver tabelas 26 e 27).¹⁰⁴ Ou seja, a integração aos fluxos internacionais de capitais se revelou extremamente frágil, visto que a oferta de crédito internacional não é infinitamente elástica e depende do nível de endividamento da economia e do estado de confiança dos agentes privados.¹⁰⁵

¹⁰⁴ AKYUZ, Yilmaz: "On financial openness in developing countries", UNCTAD, Genebra, 1992, p. 9 e 10: "(...) os movimentos internacionais de capitais não são motivados por oportunidades de investimentos de longo prazo, mas pelas perspectivas de ganhos e perdas de capitais de curto prazo; (...) o elemento especulativo no retorno esperado dos ativos financeiros não é apenas dominante, mas também altamente mutável, capaz de gerar inflexões nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos financeiros, causando mudanças repentinas nos fluxos de capitais por razões não relacionadas aos fundamentos reais das economias, como demonstrou amplamente a experiência da última década. Esta predominância da especulação sobre os empreendimentos produtivos na esfera financeira internacional não é muito diferente da operação dos modernos mercados de capitais que Keynes descreveu no Capítulo 12 da *Teoria Geral* (...)"

¹⁰⁵ BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA Jr., Paulo Nogueira: "Movimento de capitais, instabilidade monetária e desequilíbrio fiscal", *Indicadores Econômicos*, Vol. 20, No. 3, FEE/UFRRS, Porto Alegre, 1992, p. 47: "A manutenção do influxo de empréstimos supõe uma ampliação do diferencial de juros, ou seja, um aumento nos juros internos, uma redução dos externos ou uma diminuição da desvalorização cambial esperada. Isso significa dizer que a efetividade desse mecanismo declina com o tempo e que sua utilização só se justifica por períodos muito curtos."

As flutuações das taxas de juros, interna e externa, e a sobrevalorização cambial induziu a preferência quase absoluta pela liquidez, isto é, um movimento na direção de ativos de curto prazo e elevada liquidez, excluindo grande parte dos investimentos em ativos fixos de longo prazo responsáveis, em última instância, pelo crescimento da produção e do nível de emprego. Noutras palavras, desorganizaram-se os padrões de avaliação e risco das decisões empresariais, o que provocou a paralisia relativa dos agentes que comandam o investimento. Isto equivale a dizer, na linguagem keynesiana, que a incerteza em relação ao futuro tornou impraticável o cálculo da eficiência marginal do capital, predominando o caráter especulativo e "financeiro" da riqueza (ver tabelas 28 e 29). Nos três países a taxa de investimento flutua em torno de uma média histórica.

Além disso, a política de Estado mínimo, pouco predisposta a enunciar e promover objetivos de desenvolvimento e assegurar a estabilidade de certos preços revelantes (câmbio, juros, matérias-primas, etc.) foi incapaz de construir uma visão consistente de futuro, que delineasse trajetórias de longo prazo aos tomadores de decisões econômicas.

Enfim, dada a volatilidade das taxas de juros, de câmbio e na ausência de fronteiras de acumulação, organizadas na forma de um "projeto de desenvolvimento nacional", sancionadas pelo Estado e inseridas nos

movimentos internacionais de capitais, o horizonte de crescimento a longo prazo teve sua base de avaliação e antecipação presumível totalmente minada.

Neste sentido podemos inferir que a política monetária e financeira neoliberal de elevação da taxa de juros e de abertura aos fluxos de capitais externos elevou a taxa de poupança global da economia (Poupança Interna Bruta, ver tabelas 30, 31 e 32). Entretanto, este aumento não se direcionou ao investimento, pois a absorção de "poupança externa" foi contrarrestada pela substancial ampliação das saídas líquidas de serviços de capitais e pela deterioração das relações de troca. Quanto à "poupança financeira interna" é indiscutível que face à desvalorização da moeda, qualquer agente econômico com disponibilidade de saldos monetários os aplique em ativos financeiros que lhes forneçam proteção. Esta acumulação financeira, no entanto, exprime mais a desagregação do sistema de financiamento da economia, que de resto se revela também na aceleração inflacionária. Este movimento se evidencia ainda mais perverso quando se apreende que nas situações de elevada incerteza, mesmo a "poupança potencial" - os lucros retidos das empresas - tende a ser esterilizada em operações especulativas de valorização financeira ou patrimonial.

Todos os efeitos enumerados acima - o encurtamento dos prazos, a redução dos instrumentos financeiros de longo prazo disponíveis, a volatilidade dos capitais internacionais, a desregulação estatal, etc. - magnificaram

a instabilidade dos sistemas financeiros privados. O resultado foi uma crise de sobreendividamento que provocou o desaparecimento de 300 instituições financeiras na Argentina (de 724 para 424, entre 1977 e 1982), sendo 103 casos sob a forma de liquidações. O restante está associado a movimentos de fusão e absorção de entidades pequenas e médias por outras maiores.

No Uruguai a crise determinou a extinção dos bancos privados nacionais. As instituições financeiras estrangeiras têm se empenhado em reduzir sua exposição local e intensificar as atividades *off-shore* (empréstimos a não-residentes), uma vez que se mantiveram irrestritas as condições de liberdade cambial. Assim, a contribuição dos bancos privados estrangeiros ao desenvolvimento do mercado financeiro torna-se cada vez mais limitada. A contrapartida deste processo é o incremento da participação do BROU (Banco de República, banco comercial do Estado) no fornecimento do crédito ao setor privado e na captação de recursos.¹⁰⁶

Além disso, o resultado da eliminação do curso forçado do peso foi um substancial aumento do grau de dolarização - avanço dos ativos denominados em moeda estrangeira - da economia uruguaia: "O abandono da moeda nacional por parte dos detentores de ativos financeiros aparece como um comportamento que funda suas raízes na história inflacionária de nossa economia, viabilizado pela absoluta

¹⁰⁶ ANTIA, Fernando: "Endeudamiento externo, crisis financiera y política económica (1979-1983)", Revista SUNA, Vol. 1, No. 1, Montevideo, 1986, p. 59-76; NOYA, Nelson: "A liberalização financeira e a acumulação de capital no Uruguai (1974-1984)", Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas, 1988.

liberdade existente para constituir ativos em moeda estrangeira e que parece de difícil reversão." ¹⁰⁷ Em 1987, os depósitos em moeda estrangeira representavam 71% dos haveres monetários e não-monetários; os depósitos à vista, 5%; e os depósitos a prazo em moeda nacional, 16% (ver tabelas 34 e 35).

No Chile, em 1983, os setores financeiros encontravam-se numa situação caracterizada por falência generalizada, grande número de intervenções governamentais ou nacionalização de instituições privadas. ¹⁰⁸ Porém, a manutenção de uma taxa de inflação em um patamar abaixo do padrão histórico latino-americano juntamente com a instituição dos fundos de pensão e aposentadoria privada em 1981 vem restaurando lentamente a capacidade dos sistemas financeiros alongarem seus prazos. As aplicações com maturidade superior a um ano representavam 13% dos haveres financeiros em 1987. Paralelamente, os depósitos sem cláusula de indexação desapareceram no mesmo ano (ver tabela 36).

Em resumo, os sistemas financeiros tornaram-se frágeis e centralizados e o Banco Central converteu-se em emprestador de última instância, transformando-se no principal credor doméstico. A tradicional incapacidade do

¹⁰⁷ ANTIÁ, Fernando: "Cambios en el sistema financiero y el futuro del sistema bancario comercial". In: *Uruguay'88: la coyuntura económica nacional, regional e internacional*, Tomo II, Instituto de Economía/FESUR, Montevideo, 1988, p. 684.

¹⁰⁸ ARELLANO, José Pablo: "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile (1974-83)", *Colección Estudios CIEPLAN*, No. 11, Santiago, 1983; FRENCH-DAVIS, Ricardo & ARELLANO, José Pablo: "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80", *Colección Estudios CIEPLAN*, No. 5, Santiago, 1981.

sistema financeiro de prover crédito de longo prazo requer novas instituições e novos instrumentos de captação.

2.3.1 A teoria da repressão financeira e a expansão dos investimentos

As experiências dos países do Cone Sul, no período 1973/1984, descrita sinteticamente acima, com destaque para as relações entre o sistema financeiro e o crescimento económico, nos permitem refutar o axioma da teoria da repressão financeira de que bastaria a liberalização de toda a economia para que os mecanismos gerais de preços determinassem a alocação ótima dos recursos: "(...) o modesto investimento ocorrido terá maiores chances de ser socialmente eficiente; o alto custo do endividamento interno e a competição internacional no mercado de bens descartam os investimentos subsidiados que não sejam socialmente lucrativos - ao contrário do período de substituição de importações." ¹⁰⁹

Inversamente, defendemos a hipótese de que as economias do Cone Sul se tornaram definitivamente instáveis ou "violentamente instáveis", quando as instituições, os contratos, as regras de jogo admitidas se debilitaram e, portanto, sinalizaram uma incerteza generalizada,

¹⁰⁹ MCKINNON, Ronald I. (1991), op. cit., p. 101.

impossibilitando qualquer antecipação de trajetória, pois romperam-se todas as "convenções" que formavam as expectativas dos agentes econômicos. ¹¹⁰

A forma súbita e radical de muitas intervenções com amplos efeitos em variáveis importantes combinada a um discurso de desregulação total da economia implicou uma profunda instabilidade de preços, câmbio, juros, salários e dos mercados financeiros. Neste contexto de incerteza e mudança institucional o comportamento dos agentes econômicos se tornou ainda mais volátil. O que importava era o efeito (pressuposto) das últimas medidas governamentais sobre o comportamento dos agentes e a próxima atitude a ser tomada (mais uma vez presumida) pelas autoridades, revelando uma incapacidade de articular uma interação dos interesses público e privado.

O processo de abertura e liberalização financeira, na verdade, foi agravando a "fragilidade financeira" destas economias - desconfiança nas pautas cambiais, no grau de exposição da produção doméstica a concorrência internacional, na deterioração do sistema financeiro, etc - até conduzir à "violenta instabilidade" de 1982-83, quando naufragou o primeiro ensaio das políticas neoliberais de reestruturação e estabilização econômica. Inerentemente

¹¹⁰ ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de: "Instabilidade da economia e estrutura financeira das empresas no Brasil do ajustamento recessivo", *Texto para Discussão*, No. 178, ICI/UFRJ, RJ, 1988, p. 1 e p. 9: "Instabilidade (...) caracteriza-se pela variabilidade acentuada dos parâmetros que guiam as expectativas e os padrões de risco de empresários e capitalistas." E mais: "Se na economia têm lugar certas mudanças com poder de redefinir o valor dos ativos, as expectativas de rendimentos e/ou as condições dos compromissos financeiros, então podem se sobrepor a qualquer outra determinação ou vantagem da empresa ou banco (padrão técnico, eficiência, etc), o desequilíbrio patrimonial e o estrangulamento de natureza financeira."

instabilizador, o mercado por si só inviabiliza qualquer processo de reordenação produtiva.

Enfim, descontadas as oscilações, o sentido mais geral destas experiências neoliberais pode ser apreendido como uma crescente trajetória na direção à instabilidade e à vulnerabilidade financeira, associada ao consumo dos setores de alta renda, a especulação e à fuga de capitais (ver tabela 37) e em muito menor grau aos investimentos. Obviamente que esse "padrão de crescimento" só perdurou enquanto a frívola reciclagem de petrodólares pelos bancos privados permitiu substituir a precária base industrial precedente por uma ainda mais irracional importação de "modernização de aparência". ¹¹¹

¹¹¹ FAJNZYLBER, Fernando: "Reflexões sobre os limites e potencialidades econômicas da democratização", *Revista de Economia Política*, Vol. 6, No. 1, Brasiliense, SP, 1986.

"(...) como resolver, dentro dos parâmetros capitalistas, o problema da acumulação de capital e do crescimento, quando um pesado e empobrecido aparato estatal (para não acrescentar as restrições que emanam da dívida externa, que em quase todos os países da América hispânica é relativamente mais pesada que no caso brasileiro) dificilmente possa constituir-se em um eixo dinâmico, e quando a burguesia está escassamente inserida em atividades produtivas, e tão pouco burguesa, tão pouco produtiva e tão subordinada a - ou simbiotizada com - o capital financeiro/especulativo?"¹

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A liberalização dos mercados monetários e de capitais foi a fórmula encontrada para eliminar a "repressão financeira" e dinamizar as economias do Cone Sul, em meados dos anos setenta. Como já afirmamos, mesmo não sendo incorreto pensar que a liberalização das taxas de juros e a abertura aos mercados externos facilitam a captação interna e externa de recursos, as mesmas, no entanto, não asseguram o desenvolvimento de fontes de financiamento de médio e longo prazo, destinadas à acumulação produtiva, sobretudo em se tratando de economias desorganizadas e estagnadas.

Não obstante o efeito positivo do aumento da taxa de juros e da desregulamentação dos mercados financeiros sobre o volume de depósitos bancários à vista e a prazo, o conjunto da economia tende a caminhar em direção a contratos financeiros de maior liquidez, o que paralisa relativamente o investimento, levando a taxas de juros ainda maiores, exprimindo a elevação do custo de se desprender da riqueza.

¹ O'DONNELL, Guillermo: "Hiatos, instituições e perspectivas democráticas". In: REIS, Fábio Wanderley & O'DONNELL, Guillermo (Orgs.): "Dilemas e Perspectivas", Ed. Vértice, SP, 1988.

A abertura financeira irrestrita aos fluxos financeiros internacionais privados se revelou, também, profundamente infrutífera, pois induziu apenas a entrada de capitais de curto prazo atraídos pela elevada rentabilidade dos ativos financeiros e pelas possibilidades de especulação cambial. O resultado foi um ciclo curto de endividamento externo com elevados custos e reduzidos prazos. Ao invés de favorecer uma formulação mais adequada das políticas de financiamento, desorganizou ainda mais o sistema de financiamento doméstico, sobretudo na dimensão fiscal, dada a estatização da dívida externa contraída (ver tabelas 38, 39 e 40). Quanto aos investimentos diretos de risco, estes somente refluem na magnitude requerida quando as economias retomam o processo de crescimento, o que não ocorreu no Cone Sul.

Assim, podemos concluir que nenhum dos países estudados reformou de maneira substantiva as condições de operação dos sistemas financeiros privados nacionais, de sorte a permitir um alongamento dos prazos. Por conseguinte, as fontes predominantes de financiamento da inversão continuam sendo a acumulação interna de lucros e as restritas entradas de capital externo de risco. O problema do financiamento da acumulação produtiva e da construção de uma intermediação eficiente e menos vulnerável a especulação permanece presente no contexto latino-americano. O que permite a Favares afirmar "(...) tem que refazer, reformar e tentar controlar de alguma forma a intermediação financeira interna, buscando formas mais flexíveis, mas reguladas, de

inserção no mercado financeiro internacional, se se quer ter algum futuro em um presente tão incerto." ²

A recuperação da capacidade de financiamento das economias em desenvolvimento, essencial a retomada do crescimento, não pode ser solucionada, exclusivamente, pelo setor externo por causa da grande volatilidade dos movimentos de capitais de curto prazo. Tampouco pode ser executada, de forma independente, pelo setor financeiro privado, devido a sua tendência em operar no curto prazo, em condições de instabilidade e incerteza. Por conseguinte, uma vez mais o equacionamento da estrutura de financiamento da economia passa pelo Estado, sem o que os investimentos de reconversão produtiva ocorrerão apenas nas empresas melhor situadas no mercado e com maior capacidade de autofinanciamento. Noutras palavras, a ausência de um sistema de crédito público capaz de alavancar os processos de reestruturação interna mantém os objetivos latino-americanos de acesso à "modernidade" e de adesão às regras do mercado internacional como uma "utopia regressiva". ³

Após o malogro das experiências de liberalização financeira e comercial do Cone Sul, McKinnon realizou uma autocritica. ⁴ Nesta deslocou-se mais uma vez para a

² TAVARES, Maria da Conceição (1993), op. cit., p. 3.

³ TAVARES, Maria da Conceição (1993), op. cit., p. 7: "(...) como era de se esperar, a economia chilena somente pode considerar-se ajustada quando foi levantada a restrição externa e o setor público foi capaz de financiar simultaneamente a estabilização a curto prazo e a inversão de longo prazo."

⁴ Segundo MCKINNON, Ronald I. (1988), op. cit., p. 31: "Dadas as severas distorções desenvolvidas na economia chilena até 1973, estas novas políticas de liberalização do comércio internacional e eliminação da repressão financeira doméstica pareceram extremamente bem ordenadas, em um sentido de "manual". Foram amplamente aplaudidas por quase todos os economistas que eram então observadores diretos. Assim, as numerosas falências bancárias e a severa recessão da economia do final de 1981 a

experiencia do Sudeste Asiático (Japão, Formosa e Coréia), caracterizada por forte monitoramento estatal sobre o sistema financeiro, com limites sobre juros ativos e passivos, subsídios, direcionamento de crédito e de instituições especiais. * A despeito da forte intervenção estatal, o sistema financeiro asiático não poderia ser classificado como reprimido, pois as taxas de juros praticadas foram positivas em termos reais e elevadas se comparadas com as de outros países desenvolvidos. A repressão financeira ricaria associada, então, apenas à

1984, deixando a economia com um endividamento excessivo relativamente a um PNB encolhido, são angustiantes não só para os chilenos mas também para os economistas."

* Para uma análise do sistema financeiro japonês ver TORRES FILHO, Ernani T.: "A economia política do Japão: reestruturação econômica e seus impactos sobre as relações nipo-brasileiras (1973-1990)", Tese de Doutorado, IET/UFRJ, RJ, 1992, especialmente Capítulo 4, "As mudanças estruturais no sistema financeiro", p. 258 e seguintes: "Até 1973, os city banks (os 12 maiores bancos comerciais) dominavam 30% de todo o mercado financeiro e, de acordo com o princípio de especialização bancária então consagrado na legislação, só podiam, formalmente, tomar ou emprestar recursos por um período inferior a dois anos. Na prática, os empréstimos eram de mais longo prazo, na medida em que os bancos prorrogavam automaticamente o débito das empresas. O mesmo acontecia com os depositantes, em sua maioria provenientes do chamado "setor pessoal" (que historicamente apresentou uma grande propensão a acumular poupanças na forma de ativos financeiros dada a inexistência de mecanismos de seguro social). Estas características do mercado financeiro japonês foram extremamente importantes para permitir que os grandes bancos comerciais pudessem realizar, em um contexto de taxas de juros estáveis e reguladas (com base na Lei de Ajuste Temporário da Taxa de Juros, de 1947, o Banco do Japão fixava a taxa oficial de desconto, sobre a qual os bancos privados, seguindo um princípio de *mark-up*, acrescentavam uma margem para determinar sua taxa preferencial de curto prazo, a *prime rate*), um esforço de transformação de prazos, sem colocar em risco a saúde financeira de suas empresas e, em consequência, a sua própria. (...) Ao lado dos city banks, existiam também três bancos de crédito de longo prazo - Industrial Bank of Japan, Long Term Credit Bank e Nippon Credit Bank. Estes foram responsáveis pela maioria dos empréstimos de longo prazo oferecidos pelos bancos japoneses durante as décadas de cinquenta e de sessenta, como seria de se esperar em um sistema financeiro sujeito a segmentação. No entanto, a principal fonte de captação de recursos dos bancos de longo prazo foram, naquele período, os city banks. Os grandes bancos comerciais encarteiravam a maioria das debêntures emitidas pelos *long-term credit banks*. (...) Além dos bancos privados, o Estado, através de seu Banco de Desenvolvimento do Japão exerceu, até a primeira metade da década de sessenta, um papel importante no financiamento dos investimentos industriais. Os recursos eram normalmente emprestados a taxas inferiores às do mercado e desempenharam um papel fundamental na reestruturação dos segmentos "estruturalmente deprimidos" e que, por isso, constituíam elevados riscos para os bancos privados. (...) O *funding* deste banco era composto basicamente por recursos de origem fiscal ou provenientes dos depósitos de poupança do público junto aos correios (*postal savings*). (...) O mercado acionário, por sua natureza extremamente especulativa, nunca chegou a se consolidar como um instrumento de capitalização efetiva das empresas."

prática de juros reais baixos, sobretudo se negativos, e não mais a políticas restritivas ao livre funcionamento dos mercados creditícios.

A desregulamentação do mercado bancário japonês, iniciada apenas em 1981, e a liberalização das taxas de juros, somente ao final da década de oitenta, fornecem um aprendizado importante: "(...) somente após um substancial aprofundamento financeiro nas instituições não-bancárias do mercado de capitais - crescimento das transações de títulos primários e aumento da intermediação por companhias financeiras e de seguros, fundos de pensão, etc. - é que as autoridades japonesas afrouxaram consideravelmente (ou começaram a pensar nisso) o que os bancos comerciais podiam fazer." *

A diversificação dos instrumentos e intermediários financeiros passa a ser independente da política de liberalização. É desejável, até, que a liberalização ocorra de forma gradual, preferencialmente após a existência de um aprofundamento financeiro considerável, vale dizer, quando os segmentos não-bancários, do sistema financeiro já estiverem plenamente constituídos. ⁷

Neste sentido, o último alicerce do paradigma da repressão financeira foi retirado por um de seus fundadores, com o abandono da prescrição de um aumento da taxa de juros como estratégia de aprofundamento financeiro. Ainda mais

* MCKINNON, Ronald I. (1988), op. cit., p. 19.

⁷ MCKINNON, Ronald I. (1988), op. cit., p. 22: "Somente após quase duas décadas de extraordinário aprofundamento financeiro, com estabilidade de preços, e que Formosa finalmente está afrouxando os seus rígidos controles sobre as atividades bancárias."

importante: uma política de liberalização apenas seria viável a partir de uma situação de relativa diversificação dos mercados financeiros. Inversamente, evitar taxas de juros reais elevadas passa a ser fundamental para a viabilidade do sistema financeiro e do próprio desenvolvimento económico. Nas palavras de McKinnon: "Mais tristes, porém mais sábios, agora entendemos que as taxas de juros incrivelmente altas sobre os empréstimos em pesos, em grande parte, significaram o colapso do (...) sistema bancário chileno." *

Em suma, estamos muito distantes das avaliações e das políticas recomendadas em 1973, quando McKinnon e Shaw apresentaram a liberalização financeira como o epicentro de uma nova teoria do desenvolvimento. Na verdade, da formulação original resta apenas a proposição de que o nível das taxas de juros reais deve ser positivo. Assim, a defesa da liberalização financeira perde o seu sentido objetivo, passando a se sustentar apenas no campo ideológico, pois continua sendo recomendada enquanto melhor e única opção estratégica de desenvolvimento: "A liberalização financeira (...), com captação e aplicação a taxas de juros reais elevadas viabilizadas por um nível estável de preços, não é fácil e é cheia de percalços. No entanto, permanece o único jogo existente no que concerne ao desenvolvimento económico. Esta, claro, foi a principal mensagem de meu livro de 1973, *Money and Capital in Economic Development*." *

* MCKINNON, Ronald I. (1988), op. cit., p. 25.

* MCKINNON, Ronald I. (1988), op. cit., p. 45.

Se a liberalização financeira somente deve ocorrer em uma economia estável e com mercados financeiros diversificados (inclusive mercados de capitais e investidores institucionais), então, podemos inferir que a teoria da repressão financeira nada tem a dizer, tanto no que concerne ao financiamento do desenvolvimento econômico, quanto as políticas institucionais relativas ao crescimento dos intermediários financeiros. Noutras palavras, o desenvolvimento econômico requer a definição de políticas financeira e creditícia para alavancar as empresas produtivas, de forma articulada com uma política industrial e de desenvolvimento social. A experiência histórica mostra que esta poderia ser uma política capaz de gerar um "aprofundamento financeiro", e não uma simples política de liberalização dos controles sobre os mercados financeiros.¹⁰

Deste ponto de vista, uma política de crédito seletiva e com taxas de juros distintas, estimulando os setores prioritários (novas tecnologias, exportação, agricultura, pequena e média empresa, etc), conectada a um planejamento de médio e longo prazo, e que gestará, a partir de sua própria maturidade, pressões para a liberalização, à medida que as massas de capitais passam a exigir com maior vigor

¹⁰ TAVARES, Maria da Conceição (1993), op. cit., p. 20: "A liberalização comercial e financeira são processos indispensáveis quando se pretende, como no caso do Brasil, seguir inserido no mercado global, mas elas têm de ser acompanhadas, e de preferência precedidas, de políticas de ajuste e reestruturação do Estado, que lhe permita uma vez mais empreender políticas industriais e tecnológicas de reestruturação industrial, acrescida de novas e mais eficientes políticas sociais."

acesso a todas as formas possíveis de valorização produtiva e financeira.¹¹

Uma liberalização prematura do sistema financeiro tende a exacerbar o componente especulativo e de curto prazo, ampliando o papel das quase-moedas e das arbitragens nos mercados de risco. Processos bem-sucedidos de liberalização dos mercados estão correlacionados a complexas decisões que hierarquizam, condicionam, selecionam e organizam a liberalização, não em função de critérios abstratos, sobre a supremacia da regulação pelo "mercado", em detrimento da estatal, mas atendendo as necessidades e aos limites da base empresarial a partir da qual se definem essas políticas.¹²

Assim sendo, refutamos uma política de liberalização em si mesma, sem que os grupos econômicos tenham alcançado níveis de integração financeira e internacionalização adequados. Vale dizer, o êxito ou o malogro das políticas de

¹¹ TORRES FILHO, Ernani T. (1990), op. cit., p. 293-294: "Com a crise (de 1973), as grandes empresas agiram de modo a quebrar a hegemonia absoluta que os bancos japoneses tinham ao restante do conglomerado (keiretsu). As corporações, além de dispor de maior liquidez e decorreria da redução de seus investimentos, passaram a alavancar recursos junto ao mercado internacional. Para isto, simplesmente ignoraram as limitações institucionais impostas pela legislação e pelas autoridades governamentais e começaram a fazer uso das oportunidades que lhes eram oferecidas por um sistema financeiro internacional então em rápida expansão. Os bancos japoneses, ao verem reduzido seu poder de mercado, também foram obrigados a inovar, passando a disputar clientes com outras instituições do euromercado, inclusive com as "Quatro Grandes" securities companies (japonesas)." Fundamentalmente, esta mudança no padrão de financiamento das empresas não-financeiras constitui um dos fatores determinantes das transformações - desregulamentação e internacionalização - do mercado financeiro japonês, nas últimas duas décadas.

¹² Para uma análise do auspicioso processo de liberalização coreano ver, AKYUZ, Yilmaz & KOTTE, Detlef J. (1991), op. cit., p. 15: "(...) a Coreia seguiu um modelo gradual e cauteloso, onde só houve liberalização financeira após se ter atingido estabilidade e um grau considerável de desenvolvimento econômico e institucional. Os déficits comerciais estruturais e a escassez de moeda estrangeira haviam sido eliminados através de um processo bem-sucedido de industrialização, tanto por substituição de importações quanto por crescimento das exportações; a taxa de poupança aumentara consideravelmente, sobretudo através de um crescimento rápido e sustentado na renda; a disciplina fiscal e monetária e a estabilidade dos preços foram obtidas em uma base sólida; e as fragilidades estruturais dos setores empresarial e financeiro foram reduzidas."

liberalização financeira está subordinado, em primeira instância, às formas de articulação dos grupos empresariais - entre as instituições financeiras e os setores produtivos e comerciais - e, em última instância, ao papel do Estado como modelador dessas articulações.

ANEXO ESTADISTICO

Tabela 1

ATIVOS FINANCEIROS DE INSTITUICOES FINANCEIRAS E NAO-FINANCEIRAS, NOS EUA.

US\$ bilhoes/Em final de periodo.

	1980	1985	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Todos os setores	13,205	17,152	18,625	21,485	24,243	25,953	28,343	31,290	32,585	35,203
Familias (1)	6,350	8,066	8,588	9,707	10,666	11,235	12,222	13,606	13,969	15,190
Setor nao-financeiro	1,372	1,697	1,833	1,975	2,187	2,357	2,585	2,721	2,860	2,968
Agricultura	24	29	29	33	36	38	41	44	47	49
Servicos	148	231	279	316	357	372	412	440	460	473
Industria	1,200	1,437	1,525	1,624	1,794	1,948	2,132	2,238	2,353	2,446
Gov. Estadual e Munic.	257	331	375	524	593	661	706	732	734	732
Gov. Federal	230	293	330	366	376	367	352	359	425	493
Ag. de credito e hipotecas										
garantidas pelo gov. fed.	307	500	585	692	877	1,043	1,165	1,323	1,495	1,662
Autoridades Monetarias	173	203	216	243	274	285	304	315	343	365
Bancos Comerciais (2)	1,486	1,892	2,133	2,381	2,622	2,777	2,955	3,235	3,340	3,458
Domesticos	1,267	1,603	1,800	1,992	2,168	2,258	2,386	2,545	2,644	2,681
Estrangeiros	101	112	126	147	187	207	269	362	372	452
Outras inst. financeiras	2,574	3,597	4,101	4,801	5,627	6,050	6,686	7,398	7,730	8,575
Ass. de Poup. e Emp. (3)	623	819	977	1,058	1,141	1,247	1,360	1,233	1,097	924
Poup. Mutual (4)	170	193	203	217	237	261	285	284	264	249
Cooperativas de credito	68	96	111	135	163	173	192	202	217	237
Seguro de vida	464	633	697	796	906	1,005	1,133	1,251	1,367	1,518
Outros seguros	174	225	241	289	342	391	435	492	513	563
Fundos de pensao privado	470	640	680	841	947	926	1,009	1,171	1,163	1,427
Fundos de aposentadoria										
estadual e municipal	198	311	357	405	469	517	606	735	752	877
Cia. Financeiras	221	290	328	388	460	496	565	613	781	801
REIT's (5)	3	4	6	8	9	11	14	13	13	13
Cia de Investimentos	62	112	137	240	414	460	478	555	579	852
M M F (6)	76	179	234	244	292	316	338	428	498	540
Corretoras de Valores	45	91	118	158	185	138	136	237	262	315
Emitidores SDO (7)	-	4	14	25	64	103	136	185	225	259
Resto do Mundo	457	573	664	797	1,022	179	1,368	1,602	1,690	1,760

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, "Annual Statistical Digest".

Notas: (1) Inclui trusts pessoais e organizacoes nao-lucrativas.

(2) Inclui outros setores.

(3) Inclui a maioria dos bancos federais de poupanca assegurados pelo Savings Association Insurance Fund.

(4) Inclui os bancos federais de poupanca assegurados pelo Bank Insurance Fund e alguns assegurados pelo Savings Association Insurance Fund.

(5) Real estate investment trusts (Trusts de investimento em imoveis)

(6) Money market funds.

(7) Securitized credit obligations.

Tabela 2

ESTRUTURA DE ATIVOS FINANCEIROS DO "SETOR PESSOAL" - JAPAO

Em porcentagem/Final de periodo

	Moeda e Depositos a vista	Depositos a prazo	Poupanca postal	"Trust" e Seguros	"Securities"	Titulos do Governo	Acces
1954	28.6	30.0	9.7	9.0	19.8	1.7	15.7
1960	18.4	31.1	7.8	12.9	28.2	0.3	21.9
1965	17.3	31.2	7.8	15.1	24.3	-	17.6
1966	17.6	32.3	8.2	16.1	23.5	-	16.6
1970	18.0	33.7	10.2	18.0	19.0	0.5	11.7
1973	19.2	33.8	11.6	17.4	17.9	0.5	10.2
1975	16.6	34.5	13.1	17.8	17.9	0.5	9.9
1978	14.8	33.0	15.7	18.2	17.6	2.1	8.2
1980	12.5	33.9	17.4	19.0	16.4	2.5	7.3
1982	11.6	33.2	17.8	20.5	16.6	3.0	6.8
1985	9.8	31.0	17.6	22.4	19.1	2.9	8.5
1987	9.8	29.1	16.7	24.0	20.3	1.6	10.0

Fonte: Banco do Japao, Flows of Funds Accounts, varios numeros.

Tabela 3

FINANCIAMENTOS NO MERCADO INTERNACIONAL

US\$ bilhoes

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	(Estoque dez.1991)
A. Deditos internacionais liquidos	160.0	165.0	95.0	85.0	90.0	105.0	205.0	320.0	260.0	410.0	465.0	85.0	3810.0
B. Colocacao liquida de titulos	28.0	32.0	58.5	58.0	83.0	125.0	171.1	131.0	158.5	182.3	163.9	204.8	1798.3
Euromercado	-	-	-	-	-	-	13.4	23.4	19.5	6.9	32.0	33.7	144.9
Mercado internacional	-	-	-	-	-	-	157.7	107.6	139.0	175.4	131.9	171.1	1651.4
C. Total	188.0	197.0	153.5	143.0	173.0	230.0	376.1	451.0	418.5	592.3	629.9	289.8	5406.3

Fonte: BIS, "Annual Report", varios numeros

Tabela 4

MERCADO DOMESTICO E INTERNACIONAL DE "COMMERCIAL PAPER"

US\$ bilhoes/saldo em fim de periodo

	Abertura do mercado	1986	1987	1988	1989	1990	1991
! EUA	! pre-1960	! 325.9	! 373.6	! 451.6	! 521.9	! 557.8	! 528.1
! Japao	! 1987	! -	! 13.8	! 73.8	! 91.1	! 117.3	! 99.0
! Inglaterra	! 1986	! 0.8	! 3.8	! 5.7	! 5.7	! 7.5	! 7.0
! Franca	! 1986	! 3.7	! 7.6	! 10.4	! 22.3	! 31.0	! 30.8
! Canada	! pre-1986	! 11.9	! 14.9	! 21.0	! 25.0	! 26.6	! 26.1
! Alemanha	! 1991	! -	! -	! -	! -	! -	! 5.1
! Sub-total (a)		! 357.7	! 438.4	! 592.5	! 710.1	! 812.5	! 771.3
! Euro-commercial paper		! 13.9	! 33.3	! 53.2	! 58.5	! 70.3	! 79.6
! Outros euro-titulos ! de curto prazo		! 15.1	! 16.9	! 13.5	! 11.1	! 19.1	! 26.8
! Total		! 386.7	! 488.6	! 659.2	! 779.7	! 901.9	! 877.7

Notas: (a) Inclui ainda Australia, Belgica, Espanha, Finlandia, Holanda, Noruega, Suecia.

Fontes: BIS, "62nd Annual Report", 1992.

Tabela 5

INDICADORES MONETARIOS

Em porcentagem do PIB

	EUA				Alemanha				França			
	M-1 (a)	M-2 (b)	M-3 (c)	FBCF	M-1 (d)	M-2 (e)	M-3 (f)	FBCF	M-1 (g)	M-2 (h)	M-3 (i)	FBCF
1962	26.7	63.5	65.0	14.3	16.1	-	-	25.8	36.0	-	-	21.3
1965	24.8	65.4	68.6	15.4	16.0	-	-	26.1	36.4	-	-	23.3
1966	23.2	62.4	65.6	15.1	15.8	-	-	25.4	36.1	-	-	23.7
1970	22.0	62.2	67.1	14.6	14.5	23.5	40.1	25.5	29.2	-	-	24.3
1973	20.2	63.8	73.0	16.7	14.4	26.5	42.1	23.9	29.0	-	-	25.2
1975	18.8	64.6	74.0	14.6	15.5	25.4	43.9	20.4	29.0	-	-	24.1
1978	16.7	62.2	73.8	18.2	16.8	26.0	46.7	20.7	30.5	54.0	71.0	22.4
1980	15.7	60.3	73.5	17.6	17.1	29.1	49.6	23.9	28.5	51.3	69.1	23.0
1982	15.6	62.0	77.6	16.5	15.7	30.0	49.1	20.4	27.2	50.4	66.8	21.4
1985	15.9	63.6	79.4	17.1	16.3	29.1	49.8	19.5	27.9	50.7	69.4	19.3
1988	16.6	62.7	80.2	15.9	18.6	30.7	53.2	19.6	26.8	47.1	72.6	20.6
1990	15.5	60.6	74.6	14.6	18.0	32.9	51.2	21.2	26.2	43.7	76.4	21.2

Fonte: IMF, "International Financial Statistics", Yearbook 1992.

Notas: (a) Alinea 34.

(b) Alinea 59abc.

(c) Alinea 59acc.

(d) Alinea 34nc.

(e) Alinea 38nac.

(f) Alinea 38ncc.

(g) Alinea 34.

(h) Alinea 38nbc.

(i) Alinea 38ncc.

Tabela 6

INDICADORES MONETARIOS

Em porcentagem da FBCF

	EUA			Alemanha			França		
	M-1 (a)	M-2 (b)	M-3 (c)	M-1 (d)	M-2 (e)	M-3 (f)	M-1 (g)	M-2 (h)	M-3 (i)
1962	187	443	454	62	-	-	169	-	-
1965	161	424	445	61	-	-	156	-	-
1966	153	412	433	62	-	-	152	-	-
1970	151	425	459	57	92	157	120	-	-
1973	121	383	438	60	111	176	115	-	-
1975	129	444	508	76	125	215	120	-	-
1978	92	342	406	81	125	226	136	241	317
1980	89	342	417	72	122	207	124	223	301
1982	95	376	470	77	147	241	127	236	313
1985	93	372	465	83	149	255	145	263	360
1988	104	395	506	95	157	272	130	229	353
1990	106	416	512	85	155	241	123	206	360

Fonte: IMF, "International Financial Statistics", Yearbook 1992.

Notas: (a) Alinea 34.

(b) Alinea 38abc.

(c) Alinea 38acc.

(d) Alinea 34nc.

(e) Alinea 38nac.

(f) Alinea 38ncc.

(g) Alinea 34.

(h) Alinea 38nbc.

(i) Alinea 38ncc.

Tabela 7

M-1 em porcentagem do PIB

	EUA	INGLATERRA	CANADA	FRANCA	ALEMANHA	JAPAO	COREIA	ARGENTINA	CHILE	URUGUAI
1950	40.91	-	-	30.72	17.18	-	-	-	-	-
1955	34.29	31.04	-	34.90	16.21	27.12	8.85	-	-	-
1960	28.44	25.75	15.83	32.04	15.69	26.74	10.29	16.83	9.18	16.90
1965	24.95	21.87	16.39	36.40	15.85	31.36	10.65	13.74	7.61	20.02
1966	23.32	20.50	15.73	36.11	15.20	30.76	12.01	14.84	10.36	14.71
1970	22.05	18.72	17.47	29.24	15.36	29.12	11.51	18.59	10.82	14.60
1973	20.28	17.97	16.88	29.03	14.79	35.83	13.48	15.63	19.93	13.94
1975	18.86	16.45	15.14	28.95	16.73	33.67	11.56	20.82	8.45	10.21
1978	16.77	16.13	12.88	25.84	17.72	33.72	11.15	11.22	6.95	11.60
1980	15.80	13.35	11.21	23.89	17.53	28.97	10.01	9.69	7.93	9.85
1982	15.76	14.54	10.63	23.77	16.16	29.90	10.65	11.00	7.44	10.64
1985	16.20	15.92	14.42	22.81	17.26	27.77	9.35	7.65	5.76	8.71
1988	16.57	-	14.89	26.77	19.48	30.11	9.50	7.01	7.12	7.78
1990	15.48	-	14.33	26.23	22.95	28.10	9.21	-	6.11	-

Fonte: IMF, "International Financial Statistics", Yearbook 1987 e 1992.

Nota: Os dados do Canada referentes a 1960 sao de 1962, da Argentina, Chile e Uruguai de 1961.

Tabela 8

QUASE-MOEDA em porcentagem do PIB

	EUA	INGLATERRA	CANADA	FRANCA	ALEMANHA	JAPAO	COREIA	ARGENTINA	CHILE	URUGUAI
1950	11.13	-	-	0.99	-	-	-	-	-	-
1955	10.64	14.62	-	1.16	15.71	23.87	0.88	-	-	-
1960	33.37	14.72	17.86	3.71	22.13	39.85	1.23	6.25	5.65	11.66
1965	41.57	14.18	19.02	6.00	28.44	46.06	4.01	6.41	5.55	15.31
1966	40.07	14.51	19.43	7.07	31.01	44.75	7.03	6.37	6.09	9.24
1970	40.49	16.14	20.74	14.11	33.87	44.83	21.66	8.35	6.43	6.96
1973	43.70	26.81	23.55	20.09	36.19	51.45	23.08	10.97	18.87	7.15
1975	45.68	21.29	26.13	22.62	37.71	50.82	19.25	5.95	12.74	9.83
1978	45.47	16.96	33.68	24.24	39.24	53.71	21.42	16.77	14.03	25.06
1980	42.71	18.81	35.55	24.11	40.37	57.21	22.94	19.34	17.83	29.66
1982	41.61	23.51	39.08	22.17	39.93	61.23	25.91	20.12	31.64	45.66
1985	46.43	24.96	28.68	23.08	41.70	67.98	25.98	13.64	35.41	44.67
1988	44.34	-	29.26	43.41	41.73	80.10	28.75	26.11	35.01	42.11
1990	42.54	-	34.29	38.65	43.57	88.17	30.57	-	37.49	54.48

Fonte: IMF, "International Financial Statistics", Yearbook 1987 e 1992.

Notas: Os dados do Canada referentes a 1960 sao de 1962, da Argentina, Chile e Uruguai de 1961.

Tabela 9

E U A

Em porcentagem do PIB

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Fundo Mutual (b)	Seguro de vida (c)	FBCF
1950	40.91	11.13	31.98	-	15.02	16.85
1955	34.29	10.64	27.23	-	17.60	15.89
1960	28.44	33.37	22.60	-	18.91	14.67
1965	24.95	41.57	19.55	-	18.85	15.20
1966	23.32	40.07	18.12	-	18.25	14.93
1970	22.05	40.49	16.99	-	17.37	14.45
1973	20.28	43.70	15.57	0.01	16.03	16.32
1975	18.86	45.68	14.02	0.20	15.40	14.25
1978	16.77	45.47	12.16	0.43	14.71	17.49
1980	15.80	42.71	11.23	2.86	14.98	16.59
1982	15.76	41.61	11.25	7.59	15.18	15.15
1985	16.20	46.43	11.69	6.11	16.14	16.43
1988	16.57	44.34	12.04	6.75	18.89	15.86
1990	15.48	42.54	10.81	8.74	20.54	14.56

Fonte: IMF. "International Financial Statistics",
Yearbook - 1987 e 1992.

Notas: (a) Corresponde aos depósitos a prazo e de poupança
nos bancos comerciais, (alíneas 35 e 25).
(b) Alínea 45m
(c) Alínea 42d.s

E U A

Em porcentagem da FBCF

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Fundo Mutual (b)	Seguro de vida (c)
1950	242.86	66.05	189.86	-	89.17
1955	215.76	66.93	171.29	-	110.76
1960	193.87	227.43	154.06	-	128.88
1965	164.16	273.47	128.60	-	124.01
1966	156.21	268.44	121.42	-	122.29
1970	152.57	280.23	117.57	-	120.23
1973	124.27	267.75	95.39	0.05	98.24
1975	132.37	320.69	98.45	1.38	108.10
1978	95.88	259.94	69.50	2.45	84.07
1980	95.24	257.44	67.68	17.25	90.28
1982	104.05	274.74	74.25	50.08	100.19
1985	98.62	282.65	71.15	37.17	98.28
1988	104.45	279.50	75.92	42.55	119.09
1990	106.35	292.18	74.29	60.03	141.10

Fonte: Idem

Tabela 10

INGLATERRA

Em porcentagem do PIB

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	FBKF
1950	-	-	-	13.17
1955	31.04	14.62	-	15.03
1960	25.75	14.72	17.67	16.43
1965	21.87	14.18	14.52	18.45
1966	20.50	14.51	13.46	18.43
1970	18.72	16.14	12.27	18.91
1973	17.97	26.81	12.07	20.05
1975	16.45	21.29	10.90	20.05
1978	16.13	16.96	10.98	18.31
1980	13.35	18.81	8.95	17.96
1982	14.54	23.51	10.53	15.98
1985	15.92	24.96	13.16	16.89

Fonte: IMF, "International Financial Statistics", Yearbook - 1987 e 1992.

Nota: (a) Corresponde aos depósitos a prazo, poupança e depósitos em moeda estrangeira nos bancos comerciais, (alíneas 35 e 25).

INGLATERRA

Em porcentagem da FBCF

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista
1950	-	-	-
1955	206.53	97.25	-
1960	156.74	89.60	107.57
1965	118.58	76.89	78.70
1966	111.21	78.72	73.05
1970	98.97	85.32	64.89
1973	89.62	133.69	60.18
1975	82.03	106.15	54.34
1978	88.09	92.59	59.98
1980	74.31	104.72	49.82
1982	91.00	147.14	65.89
1985	94.26	147.79	77.91

Fonte: Idem

Tabela 11

CANADA

Em porcentagem do PIB

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Deposito a prazo e poupanca (b)	Seguro de vida (c)	FBCF
1950	-	-	-	-	-	-
1955	-	-	-	-	-	-
1962	15.83	17.86	11.30	-	14.06	20.85
1965	16.39	19.02	12.17	-	14.24	23.77
1966	15.73	18.43	11.71	7.90	13.82	24.72
1970	17.47	20.74	13.26	18.26	12.66	21.33
1973	16.88	23.55	12.74	14.53	12.06	22.66
1975	15.14	26.13	11.15	15.51	10.89	24.40
1978	12.88	33.68	9.11	19.43	10.47	22.59
1980	11.21	35.55	7.85	20.48	10.31	23.33
1982	10.63	39.08	7.52	19.96	9.92	21.72
1985	14.42	28.68	11.31	19.93	9.90	19.71
1988	14.89	29.26	11.82	23.12	-	21.97
1990	14.33	34.29	11.30	25.60	-	21.23

Fonte: IMF. "International Financial Statistics",
Yearbook - 1987 e 1992.

Notas: (a) Corresponde a poupanca e depositos em moeda estrangeira nos bancos comerciais, (alinea 35 e 25).
(b) Em outras instituicoes financeiras, (alinea 45).
(c) Alinea 42d.s

CANADA

Em porcentagem da FBCF

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Deposito a prazo e poupanca (b)	Seguro de vida (c)
1950	-	-	-	-	-
1955	-	-	-	-	-
1962	75.92	85.64	54.21	-	67.43
1965	68.98	80.03	51.21	-	59.91
1966	63.63	74.56	47.36	31.97	55.89
1970	81.90	97.21	62.18	85.59	59.37
1973	74.50	103.92	56.24	64.14	53.24
1975	62.05	107.10	45.69	63.56	44.65
1978	57.02	149.07	40.34	86.00	46.36
1980	48.07	152.41	33.64	87.77	44.20
1982	48.96	179.93	34.62	91.91	45.66
1985	73.15	145.51	57.38	101.14	50.25
1988	67.78	133.16	53.81	105.23	-
1990	67.49	161.52	53.25	120.60	-

Fonte: Idem

Tabela 12

FRANCA

Em porcentagem do PIB

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Deposito a prazo e poupanca (b)	FBCF
1950	30.72	0.89	11.89	-	16.15
1955	34.90	1.16	13.96	-	17.80
1960	32.04	3.71	14.50	11.80	20.07
1965	36.40	6.00	17.99	15.10	23.29
1966	36.11	7.07	18.34	15.86	23.69
1970	29.24	14.11	15.50	18.40	24.31
1973	29.03	20.09	16.99	20.27	25.24
1975	28.95	22.62	17.85	21.66	24.14
1978	25.84	24.24	15.99	20.34	22.38
1980	23.89	24.11	15.28	20.55	23.00
1982	23.77	22.17	15.06	20.68	21.35
1985	22.81	23.08	15.38	-	19.26
1988	26.77	43.41	22.58	-	20.57
1990	26.23	38.65	22.17	-	21.24

Fonte: IMF. "International Financial Statistics",
Yearbook - 1987 e 1992.

Notas: (a) Corresponde aos depósitos a prazo nos bancos comerciais, (alinea 35 e 25).
(b) Em outras instituições financeiras, (alinea 45).

FRANCA

Em porcentagem da FBCF

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Deposito a prazo e poupanca (b)
1950	190.18	6.13	73.62	-
1955	196.08	6.54	78.43	-
1960	159.66	18.49	72.27	58.82
1965	156.31	25.75	77.26	64.83
1966	152.42	29.84	77.42	66.94
1970	120.27	58.06	63.76	75.69
1973	115.01	79.59	67.32	80.29
1975	119.95	93.71	73.95	89.75
1978	115.48	108.31	71.46	90.91
1980	103.90	104.83	66.43	89.35
1982	111.33	103.84	70.52	96.86
1985	118.41	119.85	79.86	-
1988	130.14	211.01	109.75	-
1990	123.49	181.93	104.34	-

Fonte: Idem

Tabela 13

ALEMANHA

Em porcentagem do PIB

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Seguro de vida (b)	Poupanca (c)	FBCF
1950	17.18	-	-	-	-	19.12
1955	16.21	15.71	8.24	2.82	1.67	23.62
1960	15.69	22.13	8.72	4.50	3.10	24.25
1965	15.85	28.44	9.34	6.06	4.58	26.13
1966	15.20	31.01	8.81	6.52	5.27	25.42
1970	15.36	33.87	9.82	7.84	6.03	25.47
1973	14.79	36.19	9.56	8.22	6.74	23.90
1975	16.73	37.71	11.16	9.34	7.33	20.41
1978	17.72	39.24	11.74	11.12	7.50	20.72
1980	17.53	40.37	11.44	13.07	7.96	23.91
1982	16.16	39.93	10.54	14.65	7.65	20.36
1985	17.26	41.70	11.51	17.37	6.88	19.53
1988	19.48	41.73	12.64	-	5.80	19.56
1990	22.95	43.57	16.30	-	5.40	21.25

Fonte: IMF, "International Financial Statistics",
Yearbook - 1987 e 1992.

Notas: (a) Corresponde aos depositos a prazo nos bancos co-
merciais, (alineaas 35 e 25).
(b) Inclui fundos de pensao (alinea 42d).
(c) Em outras instituicoes financeiras, (alinea 45).

ALEMANHA

Em porcentagem da FBCF

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Seguro de vida (b)	Poupanca (c)
1950	89.84	-	-	-	-
1955	68.62	66.51	34.89	11.94	7.07
1960	64.71	91.28	35.97	18.57	12.79
1965	60.67	108.83	35.75	23.19	17.53
1966	59.79	122.00	34.65	25.66	20.73
1970	60.29	132.97	38.55	30.78	23.67
1973	61.91	151.46	40.01	34.39	28.22
1975	81.96	184.77	54.70	45.78	35.90
1978	85.53	189.36	56.65	53.65	36.17
1980	73.31	168.83	47.83	54.67	33.30
1982	79.38	196.07	51.76	71.95	37.57
1985	88.39	213.58	58.94	88.96	35.24
1988	99.61	213.39	64.65	-	29.64
1990	107.99	205.05	76.73	-	25.41

Fonte: Idem

Tabela 14

JAPAO

Em porcentagem do PIB

M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Deposito prazo e a vista (b)	Seguro de vida (c)	FBCF
1950	-	-	-	-	-
1955	27.12	23.87	14.94	-	19.81
1960	26.74	39.85	19.60	-	30.13
1965	31.36	46.06	24.46	-	29.82
1966	30.76	46.75	23.96	-	30.36
1970	29.12	44.83	22.17	31.93	35.51
1973	35.83	51.45	27.73	40.11	36.39
1975	33.67	50.82	25.87	44.36	32.45
1978	33.72	53.71	25.77	53.10	30.40
1980	28.97	57.21	21.69	58.77	31.57
1982	29.90	61.23	22.59	65.30	29.47
1985	27.77	67.98	20.46	71.28	27.48
1988	30.11	80.10	21.62	77.79	29.90
1990	28.10	88.17	19.35	78.74	32.22

Fonte: IMF, "International Financial Statistics",
Yearbook - 1987 e 1992.

Notas: (a) Corresponde aos depositos a prazo nos bancos co-
merciais, (alinea 35 e 25).
(b) Em outras instituicoes financeiras, (alinea 45a).
(c) Alinea 42d.s

JAPAO

Em porcentagem da FBCF

M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Deposito prazo e a vista (b)	Seguro de vida (c)
1950	-	-	-	-
1955	136.88	120.49	75.40	-
1960	88.76	132.26	65.06	-
1965	105.16	154.44	82.02	-
1966	101.33	154.01	78.94	-
1970	82.02	126.25	62.44	89.92
1973	98.47	141.38	76.21	110.22
1975	103.77	156.60	79.71	136.69
1978	110.91	176.66	84.75	174.66
1980	91.76	181.24	68.71	186.16
1982	101.46	207.79	76.66	221.60
1985	101.07	247.41	74.48	259.41
1988	100.69	267.87	72.31	260.14
1990	87.21	273.65	60.05	244.38

Fonte: Idem

Tabela 15

COREIA

Em porcentagem do PIB

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Seguro de vida (b)	Conta Trust (c)	FBCF
1950	-	-	-	-	-	10.62
1955	8.85	0.88	2.65	-	-	11.11
1960	10.29	1.23	4.53	-	-	14.91
1965	10.65	4.01	4.39	0.18	0.95	20.51
1966	12.01	7.03	4.20	0.20	1.56	23.02
1970	11.31	21.66	6.79	0.29	2.90	23.23
1973	13.48	23.08	8.12	0.54	3.38	24.94
1975	11.56	19.25	6.53	0.47	1.82	24.94
1978	11.15	21.42	5.44	0.93	1.76	30.76
1980	10.01	22.94	5.05	1.91	2.74	31.11
1982	10.65	25.91	6.07	2.79	2.90	28.45
1985	9.35	25.98	5.32	5.66	4.86	27.75
1988	9.50	28.75	5.56	8.29	10.51	29.19
1990	9.21	30.57	5.34	11.16	16.89	36.47

Fonte: IMF, "International Financial Statistics",
Yearbook - 1987 e 1992.

Notas: (a) Corresponde aos depositos a prazo, de poupanca e em
moeda estrangeira nos bancos comerciais, (alinea 35 e 25).
(b) Alinea 42d.s
(c) Em outras instituicoes financeiras, (alinea 42dg).

COREIA

Em porcentagem da FBCF

	M-1	Quase moeda (a)	Deposito a vista	Seguro de vida (b)	Conta Trust (c)
1950	-	-	-	-	-
1955	83.33	8.33	25.00	-	-
1960	92.59	11.11	40.74	-	-
1965	71.43	26.89	29.41	1.18	6.39
1966	58.57	34.29	20.48	0.95	7.62
1970	49.12	94.10	29.51	1.28	12.60
1973	58.03	99.36	34.98	2.31	14.55
1975	46.35	77.18	26.20	1.96	7.29
1978	36.24	69.64	17.69	3.03	5.73
1980	32.16	73.73	16.22	6.15	8.81
1982	37.44	91.08	21.35	9.81	10.21
1985	33.69	93.63	19.17	20.39	17.51
1988	32.53	98.48	19.04	28.40	36.01
1990	25.25	83.82	14.63	30.61	46.32

Fonte: Idem

Tabela 16

TAXA DE JUROS NOS EUA

	Prime rate	Indice de precos ao consumidor
1960	4.8	1.7
1961	4.5	1.0
1962	4.5	1.0
1963	4.5	1.3
1964	4.5	1.3
1965	4.5	1.6
1966	5.6	2.9
1967	5.6	3.1
1968	6.3	4.2
1969	8.0	5.5
1970	7.9	5.7
1971	5.7	4.4
1972	5.3	3.2
1973	8.0	6.2
1974	10.8	11.0
1975	7.9	9.1
1976	6.8	5.8
1977	6.8	6.5
1978	9.1	7.6
1979	12.7	11.5
1980	15.3	13.5
1981	18.9	10.3
1982	14.9	6.2
1983	10.8	3.2
1984	12.0	4.3
1985	9.9	3.6
1986	8.4	1.9
1987	8.2	3.6
1988	9.3	4.1
1989	10.9	4.8
1990	10.0	5.4
1991	7.2	4.2

Fonte: FGV, "Conjuntura Economica",
varios numeros.

Tabela 17

ARGENTINA

% Produto Interno Bruto

ANO	M-1	DEPOSITO A VISTA	QUASE MOEDA	CREDITO AO SETOR PRIVADO	FBCF
1961	16.83	7.00	6.25	16.42	22.33
1962	14.81	5.66	5.72	14.68	21.41
1963	15.26	6.25	6.63	13.53	17.68
1964	15.35	6.51	6.90	13.10	16.43
1965	13.74	5.56	6.41	11.89	17.05
1966	14.84	6.08	6.37	12.94	17.47
1967	18.47	9.86	6.48	12.97	18.12
1968	19.82	11.23	7.63	16.33	18.95
1969	20.58	12.43	7.76	17.76	19.55
1970	18.59	10.55	8.35	17.99	19.94
1971	15.07	7.54	7.54	21.85	19.22
1972	15.01	9.10	9.10	20.92	19.96
1973	15.63	8.23	10.97	20.30	19.34
1974	18.11	10.06	12.07	23.54	20.12
1975	20.82	10.41	5.95	22.16	21.32
1976	13.83	6.85	7.11	15.94	26.88
1977	10.80	4.83	13.90	20.74	27.19
1978	11.22	4.39	16.77	23.27	24.38
1979	9.80	4.18	20.74	28.08	22.70
1980	9.69	3.86	19.34	29.45	22.17
1981	8.53	2.90	23.43	40.54	18.76
1982	11.00	4.15	20.12	46.70	15.85
1983	10.99	3.46	22.74	42.60	17.27
1984	8.54	2.29	22.48	36.02	15.39
1985	7.65	2.51	13.64	22.68	13.45
1986	7.54	2.15	16.36	22.20	13.13
1987	7.10	1.87	20.23	27.55	13.89
1988	7.01	1.53	26.11	28.28	12.99

Fonte: IMF - "International Financial Statistics" - Yearbook, 1991. Dados em fim de periodo. M-1, Alinea 34; Depósitos a vista, Alinea 24; Quase moeda, Alinea 35; Crédito ao setor privado, Alinea 32b; PIB, Alinea 99b.

Tabela 18

ARGENTINA

% Formacao Bruta de Capital Fixo

ANO	M-1	DEPOSITO A VISTA	QUASE MOEDA	CREDITO AD SETOR PRIVADO
1961	75.37	31.34	27.99	73.51
1962	69.18	26.42	26.73	68.55
1963	86.28	35.37	37.50	76.52
1964	93.40	39.62	41.98	79.72
1965	80.55	32.58	37.60	69.69
1966	84.94	34.81	36.46	74.05
1967	101.96	54.44	35.76	71.62
1968	104.60	59.28	40.26	86.20
1969	105.28	63.61	39.69	90.84
1970	93.23	52.91	41.90	90.21
1971	78.43	39.22	39.22	113.73
1972	75.17	45.56	45.56	104.78
1973	80.85	42.55	56.74	104.96
1974	90.00	50.00	60.00	117.00
1975	97.63	48.81	27.89	103.91
1976	51.47	25.49	26.47	59.31
1977	39.72	17.75	51.14	76.27
1978	46.00	18.03	68.81	95.45
1979	43.15	18.42	91.38	123.71
1980	43.71	17.40	87.22	132.82
1981	45.49	15.47	124.89	216.11
1982	69.37	26.19	126.93	294.58
1983	63.63	20.03	131.69	246.71
1984	55.47	14.88	146.00	233.95
1985	56.91	18.63	101.45	168.69
1986	57.39	16.38	124.59	169.06
1987	51.10	13.43	145.58	198.31
1988	53.92	11.76	200.98	217.65

Fonte: IMF - "International Financial Statistics" - Yearbook, 1991. Dados em fim de periodo. M-1, Alinea 34; Depósitos a vista, Alinea 24; Quase moeda, Alinea 35; Crédito ao setor privado, Alinea 32b; FBCF, Alinea 93e.

Tabela 19

CHILE

% Produto Interno Bruto

ANO	M-1	DEPOSITO A VISTA	QUASE MOEDA	CREDITO AO SETOR PRIVADO	FBCF
1961	9.18	5.42	5.65	14.11	-
1962	9.81	5.74	5.97	15.06	-
1963	8.88	5.90	5.46	12.83	17.13
1964	8.66	5.02	5.65	11.97	16.57
1965	7.61	6.33	5.55	11.57	15.92
1966	10.36	5.46	6.09	10.72	15.15
1967	9.85	5.85	6.54	10.59	14.48
1968	10.10	6.26	6.99	10.72	15.15
1969	9.38	5.73	7.04	9.45	14.96
1970	10.82	6.09	6.43	8.84	14.91
1971	17.10	9.88	8.37	9.55	13.39
1972	23.36	11.16	11.21	9.83	13.79
1973	19.93	11.56	18.87	5.16	13.04
1974	9.11	5.30	12.92	6.33	16.96
1975	8.45	4.57	12.74	8.67	17.69
1976	8.24	4.07	12.57	15.62	13.27
1977	6.88	3.09	11.67	20.01	13.20
1978	7.18	3.61	14.03	28.94	14.77
1979	7.33	3.91	14.97	34.18	14.89
1980	8.09	4.62	17.83	43.41	16.65
1981	6.48	2.94	21.73	51.10	18.62
1982	7.46	3.97	31.64	82.48	14.61
1983	7.25	3.87	30.52	74.09	12.00
1984	6.89	3.49	31.16	81.10	12.36
1985	5.76	2.67	35.41	70.09	14.22
1986	6.62	3.27	34.33	64.97	14.56
1987	5.51	2.24	37.61	62.21	16.03
1988	7.12	3.76	35.01	57.63	16.31
1989	6.51	3.24	37.60	53.38	18.44
1990	6.11	2.74	37.49	50.24	19.47
1991	7.17	3.80	36.10	48.29	17.75

Fonte: IMF - "International Financial Statistics" - Yearbook, 1991 e 1992. Dados em fim de período. M-1, Alinea 34; Depósitos a vista, Alinea 24; Quase moeda, Alinea 35; Crédito ao setor privado, Alinea 32b; PIB, Alinea 99b.

Tabela 20

CHILE

% Formacao Bruta de Capital Fixo

ANO	M-1	DEPOSITO A VISTA	QUASE MOEDA	CREDITO AO SETOR PRIVADO
1961	-	-	-	-
1962	-	-	-	-
1963	51.84	34.42	31.85	74.88
1964	53.48	30.32	34.11	72.24
1965	47.81	39.77	34.87	72.68
1966	68.39	36.04	40.18	70.76
1967	68.05	40.37	45.14	73.16
1968	66.62	41.34	46.10	70.75
1969	62.74	38.30	47.09	63.18
1970	72.56	40.87	43.15	59.28
1971	127.70	73.84	62.49	71.38
1972	169.38	80.94	81.25	71.25
1973	152.80	88.60	144.67	39.53
1974	53.72	31.24	76.22	37.34
1975	47.76	25.85	72.03	49.01
1976	62.11	30.71	94.73	117.77
1977	52.11	23.42	88.42	151.58
1978	48.61	24.44	95.00	195.97
1979	49.22	26.26	100.52	229.48
1980	48.60	27.77	107.09	260.73
1981	34.81	15.78	116.71	274.47
1982	51.05	27.18	216.57	564.59
1983	60.43	32.25	254.28	617.33
1984	55.73	28.25	252.09	656.07
1985	40.50	18.75	249.04	492.88
1986	45.46	22.49	235.77	446.18
1987	34.37	13.99	234.63	388.11
1988	43.67	23.08	214.64	353.28
1989	35.33	17.58	203.93	289.47
1990	31.36	14.05	192.54	258.02
1991	40.38	21.39	203.34	272.04

Fonte: IMF - "International Financial Statistics" - Yearbook, 1991 e 1992. Dados em fim de periodo. M-1, Alinea 34; Depositos a vista, Alinea 24; Quase moeda, Alinea 35; Credito ao setor privado, Alinea 32b; FBCF, Alinea 93e.

Tabela 21

URUGUAI

% Produto Interno Bruto

ANO	M-1	DEPOSITO A VISTA	QUASE MOEDA	CREDITO AO SETOR PRIVADO	FBCF
1961	16.90	4.96	11.66	29.83	15.61
1962	15.06	3.56	12.12	31.78	15.43
1963	16.30	4.39	18.67	32.52	12.95
1964	15.90	4.26	17.46	36.00	10.43
1965	20.02	5.26	15.31	34.44	10.86
1966	14.71	3.05	9.24	18.27	10.94
1967	18.23	5.19	9.31	17.31	13.43
1968	12.70	3.58	6.36	12.34	10.23
1969	15.15	3.23	6.16	11.26	11.07
1970	14.60	2.90	6.96	13.86	11.40
1971	18.72	4.08	8.57	17.09	11.47
1972	15.94	4.59	9.50	20.37	9.74
1973	13.94	4.14	7.15	16.17	8.94
1974	12.89	3.83	7.37	18.50	10.23
1975	10.21	5.99	9.83	19.54	13.35
1976	10.92	6.21	14.88	21.41	15.45
1977	9.73	5.28	20.01	24.70	15.21
1978	11.60	5.55	25.06	28.06	15.98
1979	10.69	5.82	25.82	33.16	16.16
1980	9.85	5.13	29.66	37.24	16.73
1981	8.03	3.38	36.26	39.37	15.68
1982	10.64	4.23	45.66	71.52	15.06
1983	8.51	3.55	38.16	57.96	13.68
1984	8.17	3.65	40.85	52.85	10.92
1985	9.61	4.64	44.67	55.29	9.63
1986	9.43	4.60	44.22	46.80	9.88
1987	8.12	3.49	34.18	37.06	11.37
1988	8.14	3.45	42.11	41.38	11.92
1989	8.09	3.27	50.68	40.22	12.38
1990	8.00	3.62	54.48	36.66	12.32

Fonte: IMF - "International Financial Statistics" - Yearbook, 1991. Dados em fim de periodo. M-1, Alinea 34; Depósitos a vista, Alinea 24; Quase moeda, Alinea 35; Crédito ao setor privado, Alinea 32b; PIB, Alinea 99b.

Tabela 22

URUGUAI

% Formacao Bruta de Capital Fixo

ANO	M-1	DEPOSITO A VISTA	QUASE MOEDA	CREDITO AO SETOR PRIVADO
1961	108.30	31.78	74.74	191.15
1962	97.66	23.07	78.55	206.03
1963	125.93	33.93	144.17	251.21
1964	152.50	40.62	167.38	345.21
1965	184.39	48.46	141.05	317.19
1966	134.43	27.89	84.40	166.97
1967	135.74	38.68	69.30	128.95
1968	124.20	34.99	62.14	120.63
1969	136.96	29.15	55.71	101.79
1970	128.11	25.40	61.02	121.61
1971	163.21	35.54	74.76	149.03
1972	163.64	47.11	97.52	209.09
1973	155.90	46.29	79.91	180.79
1974	126.02	37.42	72.04	180.86
1975	76.51	44.86	73.67	146.42
1976	70.70	40.22	96.31	138.63
1977	63.96	34.72	131.49	162.38
1978	72.59	34.76	156.81	175.56
1979	66.15	35.99	159.77	205.21
1980	58.69	30.70	177.36	222.62
1981	51.23	22.83	231.20	251.00
1982	70.66	28.11	303.21	474.67
1983	62.18	25.98	278.89	423.59
1984	74.83	33.43	374.04	483.84
1985	99.75	48.20	463.77	574.06
1986	95.45	46.59	447.73	473.86
1987	71.43	30.69	300.53	325.93
1988	68.31	28.92	353.23	347.08
1989	65.36	26.45	409.39	324.91
1990	64.92	29.34	442.07	297.47

Fonte: IMF - "International Financial Statistics" - Yearbook, 1991. Dados em fim de periodo. M-1, Alinea 34; Depositos a vista, Alinea 24; Quase moeda, Alinea 35; Credito ao setor privado, Alinea 32b; FBCF, Alinea 93e.

Tabela 23

ATIVOS DE INSTITUICOES FINANCEIRAS, 1987
(% do total, excluindo os ativos do Banco Central)

Instituicoes	Argentina	Chile	Uruguai
Bancos Comerciais	76.0	86.8	92.2
Privados	38.4	69.3	33.3
Nacionais	23.5	54.9	-
Estrangeiros	14.9	14.4	33.3
Publicos	37.6	17.5	59.0
Outras Instituicoes	24.0	13.2	7.8
Financeiras			
Curto Prazo (a)	1.3	0.8	7.8
Longo Prazo (b)	22.6	12.4	-
IFD	20.7	1.2	-
Total	100.0	100.0	100.0
No. de Bancos Comer.	167	37	23
No. de Outras Inst.	83	87	32

Fonte: World Bank Discussion Papers, No. 81.

Notas: (a) Credito ao consumidor, creditos de curto prazo a empresas, cooperativas de creditos e outros.

(b) Instituicoes Financeiras de Desenvolvimento (IDF), fundos de pensao, companhias de seguro, associacoes de poupanca e emprestimos, bancos de investimento, fundos mutuos e outros.

Tabela 24

INDICADORES MACROECONOMICOS DO CONE SUL

País e Indicadores	Substituição de importações				Pre-reforma	Reforma			Crise pos-reforma
	1941-50	1951-60	1961-70	1965-70	1971-73	Fase I 1974-76	Fase II 1977-78	1979-81	1982-83
CHILE									
Crescimento médio anual(%)									
PIB	4.0	4.4	4.5	4.1	1.3	-1.8	7.8	6.9	-7.4
Exportações (US\$)	11.6	3.4	9.4	11.8	9.9	23.5	7.9	20.4	-0.1
Importações (US\$)	12.3	8.8	6.5	8.1	5.6	22.3	35.2	28.7	-30.2
Investimento bruto IPC	-	41.8	1.7	5.3	-9.8	-7.8	16.7	17.8	-26.6
		37.6	27.2	23.3	149.7	358.0	79.0	30.2	11.7
Nível médio									
Deficit fiscal/PIB	-	-	1.6	2.1	16.1	5.1	1.3	-2.1	3.1
Desemprego (%)	-	-	-	5.0	4.6	14.2	13.6	12.2	22.2
Salário real(1969=100)	-	-	-	98.0	98.0	69.0	82.0	100.0	82.0
Investimento bruto/PIB	-	10.0	15.4	14.4	12.1	16.0	14.0	16.7	13.3
Termos de troca(1968=100)	63.3	73.4	89.4	101.4	92.7	79.0	60.3	56.1	42.5
Conta corrente/PIB	-	1.1	2.4	1.4	2.9	2.6	5.6	9.1	7.4
URUGUAI									
Crescimento médio anual(%)									
PIB	4.0	0.04	1.6	2.1	-0.4	4.3	3.2	4.7	-7.2
Exportações (US\$)	16.5	-3.7	6.5	3.9	16.8	21.4	10.2	21.8	-2.9
Importações (US\$)	16.3	5.7	1.9	3.9	8.7	30.2	14.0	32.1	-30.7
Investimento bruto	-	5.8	-1.5	7.3	-10.8	25.0	10.5	6.9	-24.8
Preços ao consumidor	-	23.2	47.9	49.8	62.7	69.2	51.3	54.0	33.3
Nível médio									
Deficit fiscal/PIB	-	-	-	1.9	3.2	3.8	1.9	0.0	6.4
Desemprego (%)	-	-	-	8.2	8.1	9.7	12.4	8.4	13.7
Salário real(1969=100)	-	-	-	104.0	102.0	86.0	70.0	64.0	54.0
Investimento bruto/PIB	-	13.0	12.2	11.3	10.1	13.0	15.6	16.1	13.5
Termos de troca(1968=100)	114.5	115.6	109.5	107.2	134.9	76.0	90.7	89.0	80.3
Conta corrente/PIB	-	-	3.5	0.1	-0.5	3.4	3.2	5.4	0.7

Continuacao

	1941-50	1951-60	1961-70	1965-73	1973-75	1976-78	1979-80	1981-83
ARGENTINA								
Crescimento medio anual								
PIB	2.5	3.5	4.4	4.2	2.9	0.8	0.9	-3.0
Exportacoes (US\$)	13.0	2.2	5.7	11.5	21.3	29.9	2.7	-33.5
Importacoes (US\$)	20.1	5.6	4.3	9.0	29.6	2.1	55.8	-15.6
Investimento bruto	-	13.5	30.6	2.6	7.6	-1.1	-4.0	-3.0
IPC	15.3	30.5	21.5	29.9	138.7	225.5	100.8	188.5
Nivel medio								
Deficit fiscal/PIB	5.9	6.0	4.4	3.7	10.1	11.6	10.1	17.8
Desemprego (%)	-	-	-	5.7	2.4	3.4	2.2	4.7
Salario real(1969=100)	-	-	-	125.0	154.0	100.0	118.0	111.0
Investimento bruto/PIB	-	22.5	18.8	19.1	21.4	26.4	22.8	17.2
Termos de troca(1968=100)	124.6	100.8	103.0	120.1	133.4	89.0	86.5	84.0
Conta corrente/PIB	-	1.9	-0.5	0.2	1.5	-2.1	1.8	1.8

Fonte: CDRBO, V. & MELQ, J. de: "Lessons from the Southern Cone policy reforms", The World Bank Research Observer, Vol. 2, No. 2, Washington, 1987.

Tabela 25

TAXAS DE JUROS, CAMBIO E INFLACAO ANUAIS (%)

Dados em fim de periodo

País	Taxa de Empréstimos		Taxa de Depósitos		Taxa do Devedor Interno		Taxa do Credor	Desvalorização	IPC	
	Nominal	Real (a)	Real (b)	Nominal	Real (a)	Índice (A)	Índice (B)	Índice (C)		Cambial
Chile										
1975(d)	331.7	-40.8	-45.7	303.5	-44.9	-31.1	-35.0	132.2	-	-
1975(e)	498.3	127.1	84.0	234.5	25.2	11.4	-0.8	96.8	490.3	379.2
1976	250.7	17.7	39.4	197.9	0.0	-27.4	-14.0	45.4	165.8	232.8
1977	156.3	39.1	55.3	93.7	5.2	-7.6	3.1	20.7	64.9	113.8
1978	85.3	35.1	33.4	62.8	18.7	-4.0	-5.0	34.1	47.0	50.0
1979	62.0	16.6	2.3	45.0	4.4	-7.4	-18.7	26.2	17.7	33.4
1980	46.9	12.0	14.7	37.4	4.7	-12.8	-10.7	37.4	4.7	35.1
1981	51.9	38.7	58.1	40.8	28.6	6.4	21.2	40.8	0.0	19.7
1982	63.1	35.1	16.8	47.8	22.5	77.0	53.1	-21.5	30.5	9.9
1983	42.7	15.9	14.0	27.9	3.9	6.3	4.5	7.3	54.9	27.3
Uruguai										
1977	65.7	5.3	14.4	58.3	-12.1	-8.8	-1.0	2.2	39.9	58.2
1978	73.9	19.1	9.0	47.2	0.8	-2.9	-11.2	12.9	28.9	44.5
1979	65.5	-9.6	-6.5	43.4	-21.7	-26.6	-24.1	19.5	29.3	66.8
1980	66.6	16.7	29.5	50.1	5.1	-5.2	5.3	26.8	15.7	63.5
1981	60.4	23.9	39.6	46.1	12.8	4.2	17.3	26.3	18.7	34.0
1982	61.5	34.0	21.0	53.3	27.2	174.1	147.4	-30.0	36.2	19.0
1983	94.4	28.3	11.9	70.1	12.3	-7.2	-19.1	32.8	148.3	51.5
Argentina										
1977(d)	79.2	-23.3	-22.1	60.5	-31.3	139.9	139.6	-69.1	-	-
1977(e)	236.4	15.9	26.7	171.9	-6.3	-14.5	-6.5	16.1	191.1	176.1
1978	172.4	0.9	11.9	130.4	-14.6	-32.3	-25.0	37.2	95.2	175.5
1979	134.6	-2.2	2.6	117.1	-9.4	-24.7	-21.1	34.6	65.5	159.5
1980	98.3	5.7	25.9	79.4	-4.4	-25.0	-10.6	45.7	39.5	100.8
1981	175.9	19.3	-1.5	152.8	9.3	83.2	51.2	-30.5	175.0	104.5
1982	213.5	11.4	-13.5	148.8	-19.7	145.4	84.8	-62.9	360.3	164.8
1983				272.6	-30.2	-1.4	2.9	-22.2	350.2	343.8

Fonte: RAMOS, J.: "Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983", The Johns Hopkins University Press, 1986.

Notas: (a) Deflacionado pelo índice de preços ao consumidor.

(b) Deflacionados pelo índice de preços do atacado.

(c) Índice de Preços ao Consumidor.

(d) Primeiro semestre (antes da liberalização das taxas de juros)

(e) Segundo semestre (após a liberalização das taxas de juros)

Índice A = $[(1 + \text{Libor})(1 + \text{desvalorização cambial nominal}) / (1 + \text{índice de preços ao consumidor})] - 1$

Índice B = $[(1 + \text{Libor})(1 + \text{desvalorização cambial nominal}) / (1 + \text{índice de preços do atacado})] - 1$

Índice C = $[(1 + \text{taxa de depósitos nominais}) / (1 + \text{desvalorização cambial nominal})] - 1$

Tabela 26

BALANÇO DE PAGAMENTOS

US\$ milhões

	Argentina				Chile				Uruguai					
	Balanca Conta Comerc. Corren.	Invest. Direto	Investim. Portfolio	Reser. (76)	Balanca Conta Comerc. Corren.	Invest. Direto	Investim. Portfolio	Reser. (86)	Balanca Conta Comerc. Corren.	Invest. Direto	Investim. Portfolio	Reser. (11)		
1970	274	(163)	11	84	246	(91)	(79)	(10)	(86)	21	(45)	-	(11)	39
1971	87	(370)	11	135	73	(198)	(66)	(9)	309	(6)	(64)	-	(3)	38
1972	256	(227)	10	41	65	(161)	(471)	(1)	(4)	509	103	59	-	3
1973	1,289	711	10	(161)	(842)	(13)	(277)	(5)	(7)	367	79	37	-	1
1974	714	118	10	(119)	(75)	250	(292)	(557)	(8)	656	(52)	(118)	-	11
1975	(549)	(1,287)	-	(56)	1,406	70	(490)	50	(6)	605	(109)	(190)	-	110
1976	1,153	551	-	(66)	122	643	148	(1)	(6)	(411)	28	(74)	-	33
1977	1,852	1,126	145	(1)	(1,865)	35	(551)	16	(7)	(126)	(75)	(167)	66	21
1978	2,913	1,856	273	101	(1,794)	(426)	(1,088)	177	(730)	(24)	(127)	129	(9)	(138)
1979	1,782	(513)	266	222	(3,973)	(355)	(1,189)	233	50	(952)	(378)	(357)	216	(31)
1980	(1,373)	(4,774)	788	154	2,884	(764)	(1,971)	213	(43)	(1,245)	(610)	(709)	290	(7)
1981	712	(4,712)	944	1,125	3,640	(2,677)	(4,733)	383	(21)	(67)	(362)	(461)	49	3
1982	2,764	(2,353)	257	299	4,688	63	(2,304)	401	(17)	1,358	218	(235)	(14)	(7)
1983	3,716	(2,436)	183	649	5,123	986	(1,117)	135	(3)	4,285	417	(60)	6	(16)
1984	3,982	(2,495)	268	372	2,487	362	(2,111)	78	(11)	2,075	192	(129)	3	19
1985	4,878	(952)	919	(617)	627	884	(1,413)	114	28	2,610	178	(120)	(8)	97
1986	2,446	(2,859)	574	(542)	2,139	1,092	(1,192)	116	197	2,806	273	45	33	86
1987	1,017	(4,235)	(19)	(572)	4,373	1,250	(808)	250	693	1,922	102	(134)	55	13
1988	4,242	(1,572)	1,147	(718)	1,308	2,219	(167)	141	870	(846)	292	34	45	37
1989	5,709	(1,305)	1,028	(1,098)	9,562	1,578	(767)	184	1,398	(427)	463	155	-	50
1990	8,628	1,903	2,008	(1,614)	(190)	1,273	(824)	249	766	(2,335)	426	236	-	18
1991	4,691	(2,500)	2,439	(199)	1,966	1,575	92	576	77	(1,224)	61	105	-	109

Fonte: IMF, "International Financial Statistics", Yearbook - 1992.

Tabela 27

RELACOES EXTERNAS LIQUIDAS DO SETOR PRIVADO - US\$ milhoes

	ARGENTINA				CHILE				URUGUAI			
	Invest. Direto	Investimento Portfolio	Credito de Exportacao	Total	Invest. Direto	Investimento Portfolio	Credito de Exportacao	Total	Invest. Direto	Investimento Portfolio	Credito de Exportacao	Total
1976	242.8	61.6	79.0	383.4	4.9	-11.3	15.2	8.7	3.3	4.0	9.6	16.9
1977	159.0	-7.6	100.6	252.1	-44.9	-98.1	-43.1	-186.1	2.4	-2.8	7.4	6.9
1978	310.1	561.1	160.6	1031.7	25.8	139.8	-21.6	144.0	2.1	8.8	-2.3	8.6
1979	666.8	1223.7	16.6	1907.1	138.7	333.9	-42.1	430.5	3.4	10.8	29.3	43.5
1980	935.5	1153.6	552.7	2641.7	91.9	352.1	8.7	452.8	6.5	14.3	38.7	59.6
1981	580.1	1702.6	29.3	2312.0	352.3	1075.0	71.2	1498.4	13.7	5.5	29.6	48.9
1982	378.9	891.0	-22.4	1247.5	14.8	1002.7	38.5	1056.0	0.7	152.1	1.5	154.3
1983	104.7	204.8	-130.1	179.4	25.3	453.6	26.1	505.0	17.4	365.9	-11.2	372.1
1984	94.3	610.1	31.0	735.4	-16.0	1814.6	70.7	1869.3	1.4	211.9	-11.4	201.9
1985	171.9	1554.6	-95.9	1630.6	106.3	-553.9	93.7	-333.8	0.5	-152.0	-7.0	-158.5
1986	348.4	3512.0	80.8	3941.2	121.4	-479.7	-55.7	-413.9	-0.2	11.0	-13.1	-2.3
1987	216.5	-164.1	-497.0	-444.6	69.7	-965.7	-63.6	-959.7	1.4	148.5	7.2	157.2
1988	-39.2	325.6	73.3	359.7	461.9	-709.9	35.1	-212.9	10.4	-395.8	9.5	-376.0
1989	115.5	-2409.0	-37.9	-2331.3	343.7	-927.8	63.6	-520.6	37.7	226.6	15.1	279.5

Fonte: OECD, "Geographical Distribution of Financial Flows", Edicoes 1976/1979, 1979/1982, 1981/1984, 1985/1988, 1986/1989.

Tabela 28

RELACAO ENTRE OS EMPRESTIMOS E OS ATIVOS BANCARIOS TOTAIS (%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Argentina	76.3	60.2	42.7	40.2	39.2	44.3	49.2	40.2
Chile	84.0	63.7	63.4	47.6	38.7	30.9	31.2	34.7
Uruguai	65.6	58.0	66.1	62.1	56.7	59.3	49.5	59.7

Fonte: World Bank Discussion Papers, No. 81.

Tabela 29

	ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR			CRESCIMENTO REAL DO PIB			INVESTIMENTO INTERNO BRUTO			POUPANÇA INTERNA BRUTA		
	Variação sobre ano anterior			Variação sobre ano anterior			Em percentagem do PIB			Em percentagem do PIB		
	Argentina	Chile	Uruguai	Argentina	Chile	Uruguai	Argentina	Chile	Uruguai	Argentina	Chile	Uruguai
1970	13.6	32.5	16.3	5.2	2.0	6.0	21.6	16.5	11.5	21.6	17.1	10.1
1971	34.7	20.0	24.0	3.8	9.1	0.2	20.8	14.5	12.6	21.6	13.5	11.4
1972	58.4	74.8	76.5	2.1	-1.1	-1.4	20.8	12.2	11.8	21.7	9.7	12.2
1973	61.2	361.5	97.0	3.6	-5.5	0.3	18.0	7.9	12.6	20.8	6.1	13.8
1974	23.5	504.7	77.2	5.5	0.8	3.1	19.3	21.2	11.5	20.4	21.8	8.9
1975	182.9	374.7	81.4	-0.5	-13.2	6.0	25.9	13.1	13.5	25.5	11.1	9.9
1976	444.0	211.8	50.6	-0.2	3.6	4.0	26.8	12.8	14.8	31.2	17.1	14.1
1977	176.0	91.9	58.2	6.5	9.8	1.3	27.2	14.4	15.2	30.3	12.6	12.3
1978	175.5	40.1	44.5	-3.4	8.4	5.4	24.4	17.8	16.0	28.3	14.5	13.5
1979	159.3	33.4	66.8	7.2	8.3	6.2	22.7	17.8	17.3	23.0	15.0	12.8
1980	100.8	35.1	63.5	1.9	7.8	5.9	22.2	21.0	17.3	20.0	16.8	11.7
1981	104.5	19.7	34.0	-6.9	5.6	1.8	18.8	22.7	15.4	18.3	12.4	11.4
1982	164.8	9.9	19.0	-5.5	-14.2	-9.5	15.9	11.3	14.4	19.1	9.4	11.3
1983	343.6	27.3	49.2	2.9	-0.7	-6.0	17.3	9.8	10.0	22.1	12.5	11.6
1984	626.7	19.9	55.3	2.5	6.3	-1.4	11.3	13.6	9.9	15.5	12.6	14.0
1985	672.1	30.7	72.2	-4.4	2.4	0.1	8.5	13.7	8.2	15.2	16.5	12.1
1986	90.6	19.5	76.4	5.4	5.7	7.6	8.8	14.6	8.2	11.1	18.4	13.0
1987	131.7	19.9	63.6	2.3	5.7	6.2	16.4	16.9	9.7	16.7	21.0	11.4
1988	343.0	14.7	62.2	-2.7	7.4	0.4	16.4	17.0	9.8	20.1	24.2	13.8
1989	3079.8	17.0	80.4	-3.8	9.9	1.3	12.0	20.4	9.2	19.0	23.7	15.1

Fonte: IPC - IMF, "International Financial Statistics", Yearbook - 1990.
Outros indicadores - World Bank, "World Tables", 1989-90 e 1991.

Tabela 30

ARGENTINA - FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO INTERNO BRUTO (em porcentagem do PIB)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Investimento Interno Bruto	15.9	13.9	12.1	10.1	11.2	12.8	11.8	8.5
- Construcao	-	10.5	8.5	8.1	8.2	9.1	8.0	5.9
- Maquinas e equipamentos	-	3.5	3.9	3.4	3.6	4.0	3.3	2.8
- Variacao de estoques	-	-0.1	-0.3	-1.4	-0.6	-0.3	0.4	-0.1
Poupanca Interna Bruta	24.2	23.6	19.6	22.7	19.4	19.9	23.2	22.7
- Ingressos liquidos dos servicos de fatores	-6.7	-7.8	-8.2	-7.5	-5.9	-5.2	-5.6	-6.9
- Efeito das relacoes de troca	-4.7	-5.1	-2.7	-6.3	-5.8	-6.5	-7.5	-8.6
Poupanca Nacional Bruta	12.8	10.7	8.7	8.8	7.7	8.2	10.1	7.2
Poupanca Externa	3.1	3.2	3.3	1.3	3.5	4.6	1.7	1.3

Fonte: CEPAL, "Estudio Economico de America Latina y el Caribe", varios numeros.

Tabela 31

CHILE - FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO INTERNO BRUTO (em porcentagem do PIB)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Investimento Interno Bruto	12.5	14.4	17.2	21.0	24.3	9.7	8.0	13.3	12.1	13.2	15.7	15.9
- Construcao	7.4	7.8	8.6	9.8	10.8	9.2	8.7	8.6	9.7	9.4	10.0	10.2
- Maquinas e equipamentos	5.0	5.7	6.1	6.9	7.6	4.8	3.3	3.8	4.2	4.7	5.5	5.8
- Variacao de estoques	0.1	0.8	2.5	4.3	5.9	-4.3	-4.0	1.0	-1.7	-0.9	0.2	-0.1
Poupanca Interna Bruta	13.4	10.9	15.2	16.9	14.2	14.0	16.3	19.3	23.5	24.8	26.4	24.6
- Ingressos liquidos dos servicos de fatores	-2.0	-3.2	-3.3	-4.0	-5.8	-8.6	-8.2	-8.7	-8.4	-8.1	-6.3	-6.3
- Efeito das relacoes de troca	2.7	-0.9	-0.9	-	-1.7	-5.9	-5.6	-6.5	-9.1	-8.6	-7.7	-3.5
Poupanca Nacional Bruta	8.7	7.3	11.4	13.2	6.8	-0.4	2.8	4.3	6.3	8.2	12.6	15.0
Poupanca Externa	3.8	7.1	5.8	7.8	17.5	10.1	5.3	9.0	5.8	4.9	3.1	0.9

Fonte: CEPAL, "Estudio Economico de America Latina y el Caribe", varios numeros.

Tabela 32

URUGUAI - FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO INTERNO BRUTO (em porcentagem do PIB)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Investimento Interno Bruto	10.9	12.7	14.8	16.0	18.7	18.5	16.6	14.2	9.6	9.9	8.0	7.7	9.0	9.2
Poupanca Interna Bruta	6.8	11.3	12.9	13.7	13.5	12.6	11.6	13.5	17.2	18.4	18.6	16.0	12.1	13.6
- Ingressos liquidos dos servicos de fatores	-1.7	-1.7	-1.4	-1.5	-0.9	-1.1	-0.8	-3.3	-5.4	-6.7	-6.4	-5.2	-4.7	-4.9
- Efeito das relacoes de troca	0.7	1.0	-0.7	-	0.3	-0.4	0.2	-0.1	-3.6	-4.4	-6.6	-2.2	0.7	2.7
Poupanca Nacional Bruta	5.8	10.6	10.8	12.2	12.9	11.1	11.0	10.1	8.2	7.3	5.6	8.5	6.7	10.4
Poupanca Externa	5.1	2.1	4.0	5.8	5.8	7.4	5.6	4.0	1.3	2.6	2.4	-0.8	2.3	-0.2

Fonte: CEPAL, "Estudio Economico de America Latina y el Caribe", varios numeros.

Tabela 33

ARGENTINA - INDICADORES MONETARIOS

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
1. Dinheiro	50	50	51	55	31	31	28	31	20	22	22	22	28	25	29
Em poder do publico	23	24	25	25	16	18	16	18	13	13	14	16	19	18	22
Em conta corrente	26	26	27	31	15	13	12	12	7	9	7	6	9	7	7
2. Quase-moeda	50	50	49	45	69	69	72	69	80	78	78	78	72	75	71
Dep. a prazo + poup.	43	45	36	10	44	48	59	59	50	40	46	52	45	49	71
Outras contas liq.	7	5	13	8	25	21	14	10	30	37	31	26	27	26	0
3. Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: "Estudio Economico de America Latina", varios numeros.

Tabela 34

URUGUAI - INDICADORES MONETARIOS

Em porcentagem do PIB

	M-1	Em poder do do publico	Em conta corrente	Dep. a prazo moeda nacional	M-2	Dep. em moeda externa	M-3
	(1)=(2)+(3)	(2)	(3)	(4)	(5)=(1)+(4)	(6)	(7)=(5)+(6)
1976	8.7	5.2	3.5	5.2	13.9	5.2	19.1
1977	7.8	4.8	3.0	5.5	13.3	9.0	22.3
1978	7.9	4.7	3.2	7.6	15.5	11.8	27.3
1979	7.7	4.3	3.4	9.7	17.4	11.0	28.4
1980	7.9	4.5	3.4	12.3	20.2	11.1	31.3
1981	7.5	4.6	2.9	13.6	21.1	15.1	36.2
1982	8.2	5.4	2.8	15.1	23.3	32.6	55.9
1983	6.5	4.4	2.1	12.0	18.5	33.8	52.3
1984	6.8	4.1	2.7	11.4	18.2	35.9	54.1
1985	7.9	4.6	3.3	12.1	20.0	40.0	60.0
1986	7.6	4.6	3.0	9.9	17.5	39.6	57.1
1987	7.3	4.7	2.6	8.7	16.0	38.9	54.9

Fonte: "Estudio Economico de America Latina", varios numeros.

Tabela 35

URUGUAI - INDICADORES MONETARIOS

Em porcentagem

	M-1	Em poder do do publico	Em conta corrente	Dep. a prazo moeda nacional	M-2	Dep. em moeda externa	M-3
	(1)=(2)+(3)	(2)	(3)	(4)	(5)=(1)+(4)	(6)	(7)=(5)+(6)
1975	56	31	25	25	81	19	100
1976	41	25	16	28	69	31	100
1977	32	19	12	23	54	46	100
1978	28	16	12	30	58	42	100
1979	27	15	12	36	63	37	100
1980	24	14	10	41	65	35	100
1981	18	12	7	35	54	46	100
1982	13	9	4	22	35	65	100
1983	12	8	4	24	36	64	100
1984	13	8	5	21	34	66	100
1985	13	8	5	20	33	67	100
1986	13	8	5	17	31	69	100
1987	13	9	5	16	29	71	100

Fonte: "Estudio Economico de America Latina", varios numeros.

Tabela 36

CHILE - INDICADORES MONETARIOS

Em porcentagem

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
1. Moeda (M-1)	36	33	28	21	18	21	18	16	19	15
2. Quase-dinheiro	64	67	72	79	82	79	82	84	81	85
Depositos a prazo	48	49	52	63	67	57	62	62	59	65
De 30 a 89 dias	40	34	32	53	54	28	28	27	25	24
De 90 a 365 dias	5	10	14	3	7	17	23	26	24	27
Reajustaveis	1	4	10	1	6	16	21	25	24	27
Nao reajustaveis	3	6	3	3	1	1	2	1	1	0
Mais de um ano	1	1	7	7	6	12	10	9	9	13
Depositos de poupanca	11	12	15	11	12	17	18	18	22	20
3. Total (1+2)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Nota: (a) Inclui obrigacoes do Departamento de Poupanca e Inversao.

(b) Inclui outros depositos a menos de 30 dias.

Fonte: "Estudio Economico de America Latina", varios numeros

Tabela 37

DEPOSITOS REGISTRADOS EM BANCOS ESTRANGEIROS DE RESIDENTES LATINO-AMERICANOS

	US\$ bilhoes										
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Argentina	3.78	7.21	7.80	7.62	8.51	8.50	9.73	11.12	14.54	17.02	16.91
Chile	0.98	1.78	2.37	2.11	2.44	2.59	2.65	3.29	4.06	6.94	6.48
Uruguai	0.81	1.43	1.78	1.92	2.20	2.51	2.61	3.03	3.71	4.20	4.14

Fonte: IMF, "International Financial Statistics", Yearbook 1992, Quadro - "Cross-border bank deposits of nonbanks by residence of depositor".

Tabela 38

ARGENTINA - INDICADORES DO SETOR EXTERNO

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. Estoque de Dívida Externa	5,171	5,564	6,028	6,429	6,789	6,874	8,258	11,445	13,276	20,950	27,157
1.1. Pública ou com garantia pública	1,880	2,154	2,378	2,787	3,281	3,124	4,431	5,036	6,746	8,600	10,181
1.1.2. Privada	3,291	3,410	3,461	3,432	3,460	3,457	3,298	3,267	3,102	5,439	6,593
1.1.3. FMI	0	0	169	210	78	293	529	419	0	0	0
1.1.4. Curto Prazo	-	-	-	-	-	-	-	2,724	3,428	6,911	10,383
1.2. Dinheiro Novo de Médio e Longo Prazo	907	1,069	1,027	1,234	1,460	920	2,173	1,577	3,316	5,865	4,708
1.2.1. Credores Oficiais	162	134	102	189	267	150	155	199	448	363	276
1.2.2. Credores Privados (públ. ou com garantia públ.)	321	387	430	624	719	323	1,728	980	2,609	2,761	2,563
1.2.3. Credores Privados (sem garantia)	424	547	494	421	474	447	290	398	260	2,740	1,869
1.3. Serviço de dívida de médio e longo prazo	1,110	1,069	1,128	1,375	1,508	2,145	1,524	1,702	2,772	2,256	3,190
1.3.1. Principal	772	726	761	915	996	1,422	1,053	1,151	2,038	1,299	1,853
1.3.2. Juros	338	343	367	461	511	723	470	551	734	957	1,337
1.4. Exportações	1,773	1,740	1,941	3,266	3,930	2,961	3,918	5,651	6,401	7,610	8,021
1.4.1. Serviço/Exportações (%)	0.63	0.61	0.58	0.42	0.38	0.72	0.39	0.30	0.44	0.29	0.40
1.5. Saldo Balança Comercial	274	87	256	1,289	714	(549)	1,153	1,852	2,913	1,782	(1,373)
1.5.1. Serviço/Saldo da BC (%)	4.05	12.29	4.41	1.07	2.11	-	1.32	0.92	0.96	1.27	-

FORNE: WORLD BANK. "World Debt Table". 1989/1990 e 1991 Editions.
IMF, "International Financial Statistics", Yearbook 1991.

Tabela 38

Continuacao	US\$ milhoes									
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1. Estoque de Divida Externa	35,657	43,634	45,920	48,857	50,945	52,451	58,458	58,735	64,776	61,144
1.1. Publica ou com garantia publica	10,570	15,886	25,440	26,700	37,327	40,959	49,221	47,543	51,460	46,146
1.2. Privada	12,166	11,227	10,393	10,340	4,575	4,341	1,853	1,800	1,800	1,800
1.3. FMI	0	0	1,173	1,098	2,312	2,741	3,853	3,678	3,100	3,083
1.4. Curta Prazo	12,921	16,521	8,913	10,718	6,730	4,410	3,531	5,714	8,416	10,115
2. Dinheiro Novo de Medio e Longo Prazo	8,346	7,054	2,832	821	3,584	2,688	3,182	1,889	1,079	914
2.1. Credores Oficiais	263	306	551	296	366	644	1,081	949	906	746
2.2. Credores Privados (publ. ou com garantia publ.)	1,645	4,443	1,781	225	3,219	1,744	1,901	779	103	169
2.3. Credores Privados (sem garantia)	6,439	2,304	500	300	0	300	200	160	70	0
3. Servico de divida de medio e longo prazo	3,994	3,729	3,786	4,104	5,413	5,750	5,201	4,179	3,031	3,936
3.1. Principal	1,950	1,294	1,367	824	1,017	2,043	1,541	1,398	1,512	1,664
3.2. Juros	2,045	2,435	2,419	3,280	4,396	3,707	3,660	2,781	1,519	2,273
4. Exportacoes	9,143	7,623	7,835	8,100	8,396	6,852	6,360	9,134	9,573	12,339
4.1. Servico/Exportacoes (%)	0.44	0.49	0.48	0.51	0.64	0.84	0.82	0.46	0.32	0.32
5. Saldo Balanca Comercial	712	2,764	3,716	3,982	4,878	2,446	1,017	4,242	5,709	8,596
5.1. Servico/Saldo da BC (%)	5.61	1.35	1.02	1.03	1.11	2.35	5.11	0.99	0.53	0.46

Tabela 39

CHILE - INDICADORES DO SETOR EXTERNO

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. Estoque de Dívida Externa	2,570	2,618	3,050	3,275	4,522	4,762	4,849	5,884	7,374	9,361	12,081
1.1. Pública ou com garantia pública	2,067	2,181	2,590	2,814	3,792	3,733	3,609	3,675	4,357	4,811	4,705
1.2. Privada	501	394	374	365	534	641	772	980	1,569	2,736	4,693
1.3. FMI	2	43	86	95	196	387	467	365	347	179	123
1.4. Curto Prazo	-	-	-	-	-	-	-	864	1,101	1,635	2,560
2. Dinheiro Novo de Médio e Longo Prazo	655	223	292	358	761	465	654	995	2,233	2,785	3,551
2.1. Credores Oficiais	133	84	78	160	228	134	127	117	112	91	62
2.2. Credores Privados (públ. ou com garantia públ.)	275	129	178	155	313	149	307	562	1,369	1,262	796
2.3. Credores Privados (sem garantia)	247	10	35	43	220	182	221	316	751	1,432	2,694
3. Serviço de dívida de Médio e longo prazo	312	388	176	237	365	615	894	1,064	1,480	1,901	2,380
3.1. Principal	207	280	126	172	251	420	640	800	1,096	1,318	1,462
3.2. Juros	104	109	50	65	114	195	254	265	384	583	918
4. Exportações	1,113	1,000	851	1,316	2,152	1,590	2,116	2,186	2,460	3,835	4,703
4.1. Serviço/Exportações (%)	0.28	0.39	0.21	0.18	0.17	0.39	0.42	0.49	0.60	0.50	0.51
5. Saldo Balança Comercial	246	73	(161)	(113)	350	70	643	35	(426)	(355)	(764)
5.1. Serviço/Saldo da BC (%)	1.27	5.32	-	-	1.46	8.79	1.39	30.40	-	-	-

FORNTE: WORLD BANK, "World Debt Table", 1989/1990 e 1991 Editions.
IMF, "International Financial Statistics", Yearbook 1991.

Tabela 39

US\$ milhoes

Continuacao	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1. Estoque de Divida Externa	18,663	17,314	17,928	19,737	20,384	21,144	21,471	19,580	18,017	19,114
1.1. Publica ou com garantia publica	4,487	5,243	6,598	10,617	12,897	14,689	15,524	13,694	10,851	10,339
1.2. Privada	8,138	8,726	8,125	6,427	4,731	3,435	2,466	2,361	2,924	4,263
1.3. FMI	49	6	606	779	1,088	1,331	1,465	1,322	1,270	1,156
1.4. Curto Prazo	2,989	3,338	2,599	1,914	1,668	1,689	2,017	2,202	2,973	3,356
2. Dinheiro Novo de Medio e Longo Prazo	5,198	2,678	1,962	1,651	1,450	1,171	938	1,686	1,504	2,252
2.1. Credores Oficiais	65	64	234	369	501	498	521	883	541	650
2.2. Credores Privados (publ. ou com garantia publ.)	1,010	1,236	1,493	1,168	863	512	217	134	117	57
2.3. Credores Privados (sem garantia)	4,103	1,378	234	114	86	161	200	669	846	1,545
3. Servico de divida de Medio e longo prazo	3,218	3,193	2,274	2,427	1,967	1,765	1,730	1,462	2,119	2,094
3.1. Principal	1,799	1,250	913	444	329	360	340	454	833	746
3.2. Juros	1,420	1,942	1,361	1,983	1,637	1,405	1,389	1,007	1,286	1,348
4. Exportacoes	3,856	3,706	3,831	3,650	3,804	4,199	5,224	7,052	8,080	8,310
4.1. Servico/Exportacoes (%)	0.84	0.86	0.59	0.66	0.52	0.42	0.33	0.21	0.26	0.25
5. Saldo Balanca Comercial	(2,677)	63	986	362	850	1,100	1,230	2,219	1,578	1,273
5.1. Servico/Saldo da BC (%)	-	50.68	2.31	6.70	2.31	1.60	1.41	0.66	1.34	1.64

Tabela 40

URUGUAI - INDICADORES DO SETOR EXTERNO

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. Estoque de Dívida Externa	316	352	402	416	715	787	896	1,105	998	1,323	1,660
1.1. Pública ou com garantia pública	269	293	327	346	519	618	694	736	794	932	1,127
1.2. Privada	29	40	35	31	119	52	57	83	68	185	211
1.3. FMI	18	19	40	39	78	117	145	119	0	0	0
1.4. Curto Prazo								166	137	206	322
2. Dinheiro Novo de Médio e Longo Prazo	50	79	125	86	383	285	240	265	417	321	356
2.1. Credores Oficiais	20	29	59	39	86	19	40	25	44	63	58
2.2. Credores Privados (públ. ou com garantia públ.)	18	33	64	45	203	265	185	203	372	128	235
2.3. Credores Privados (sem garantia)	13	17	3	3	94	0	16	37	1	131	63
3. Serviço de dívida de Médio e longo prazo	69	65	118	104	168	300	220	262	450	149	251
3.1. Principal	51	47	97	80	132	249	159	199	383	68	130
3.2. Juros	17	18	21	24	36	52	61	63	67	81	121
4. Exportações	224	197	282	328	381	385	565	612	686	788	1,059
4.1. Serviço/Exportações (%)	0.31	0.33	0.42	0.32	0.44	0.78	0.39	0.43	0.66	0.19	0.24
5. Saldo Balança Comercial	21	(6)	103	79	(52)	(109)	28	(75)	(24)	(378)	(610)
5.1. Serviço/Saldo da BC (%)	3.29	-	1.15	1.32	-	-	7.75	-	-	-	-

FONTE: WORLD BANK, "World Debt Table", 1989/1990 e 1991 Editions.
 IMF, "International Financial Statistics", Yearbook 1991.

Tabela 40

US\$ milhões

Continuacao	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1. Estoque de Divida Externa	2,174	2,647	3,292	3,271	3,919	3,906	4,271	3,823	3,761	3,707
1.1. Publica ou com garantia publica	1,348	1,700	2,510	2,528	2,695	2,895	3,098	2,951	2,978	3,044
1.2. Privada	326	206	158	129	60	43	144	86	105	110
1.3. FMI	0	96	237	222	350	395	392	309	202	101
1.4. Curto Prazo	500	645	386	392	814	573	636	477	477	452
2. Dinheiro Novo de Medio e Longo Prazo	456	533	502	189	220	208	391	283	295	455
2.1. Credores Oficiais	20	68	45	74	54	81	117	100	120	173
2.2. Credores Privados (publ. ou com garantia publ.)	279	365	457	115	166	126	148	183	175	203
2.3. Credores Privados (sem garantia)	157	101	0	0	0	0	125	0	0	80
3. Servico de divida de Medio e longo prazo	251	471	346	445	485	360	426	580	486	793
3.1. Principal	103	292	121	150	193	106	153	313	212	473
3.2. Juros	148	179	226	295	292	255	273	267	274	320
4. Exportacoes	1,230	1,256	1,156	925	854	1,088	1,182	1,405	1,599	-
4.1. Servico/Exportacoes (%)	0.20	0.37	0.30	0.48	0.57	0.33	0.36	0.41	0.30	-
5. Saldo Balanca Comercial	(362)	218	417	192	178	273	102	292	453	-
5.1. Servico/Saldo da BC (%)	-	2.16	0.83	2.31	2.72	1.32	4.16	1.98	1.05	-

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, Michel *et alii*: "Globalisation financière: l'aventure obligée", Economica, Paris, 1990.
- AKYUZ, Yilmaz & KOTTE, Detlef J.: "Financial policies in developing countries: issues and experience", UNCTAD/OSG/DP No. 40, Genebra, 1991.
- AKYUZ, Yilmaz: "On financial openness in developing countries", UNCTAD, Genebra, 1992.
- ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de: "Instabilidade da economia e estrutura financeira das empresas no Brasil do ajustamento recessivo", *Texto para Discussão*, No. 178, IEI/UFRJ, RJ, 1988.
- ANDRADE, Joaquim F.: "A ressurreição da teoria dos fundos de empréstimos e o motivo finanças de Keynes". In: AMADEO, Edward J. (Ed.): "John M. Keynes: cinquenta anos da Teoria Geral", Série PNPE/IPEA, No. 20, RJ, 1992.
- ANTIA, Fernando: "Endeudamiento externo, crisis financiera y política económica (1979-1983)", *Revista SUMA*, Vol. 1, No. 1, Montevideu, 1986.
- ANTIA, Fernando: "Cambios en el sistema financiero y el futuro del sistema bancario comercial". In: "Uruguay '88: la coyuntura económica nacional, regional e internacional", Tomo II, Instituto de Economía/FESUR, Montevideu, 1988.
- ARELLANO, José Pablo: "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile (1974-83)", *Colección Estudios CIEPLAN*, No. 11, Santiago, 1983.
- ASIMAKOPOULOS, A.: "Kalecki and Keynes on finance, investment and saving", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 7, No. 3/4, 1983.
- BAER, Mônica: "Mudanças e tendências dos mercados financeiros internacionais na década de 80", *Pensamiento Iberoamericano*, No. 18, Madrid, 1990.
- BAER, Mônica: "As restrições financeiras à retomada do desenvolvimento na América Latina", *Revista Novos Estudos CEBRAP*, No. 33, SP, 1992.
- BAER, Mônica: "O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público brasileiro nos anos 80", Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, mimeo, Campinas, 1993.
- BALASSA, Bela: "Disequilibrium analysis in developing economies: an overview", *World Development*, Oxford, 1982.

BARLETTA, N. A.; BLEJER, Mario I. & LANDAU, L.: "Economic liberalization and stabilization policies in Argentina, Chile and Uruguay: applications of the monetary approach to the balance of payments", The World Bank, 1984, Washington.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de: "Enriquecimento e produção - Keynes e a dupla natureza do capitalismo", *Revista Novos Estudos CEBRAP*, No. 23, SP, 1989.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de: "Crise e reforma monetária no Brasil", *Revista São Paulo em Perspectiva*, Vol. 4, No. 1, Fundação SEADE, SP, 1990.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de: "A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira". In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA Jr., Paulo Nogueira (Orgs.): "A luta pela sobrevivência da moeda nacional", Paz e Terra, SP, 1992.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA Jr., Paulo Nogueira: "Movimento de capitais, instabilidade monetária e desequilíbrio fiscal", *Indicadores Econômicos*, Vol. 20, No. 3, FEE/UFRG, Porto Alegre, 1992.

BOISSIEU, Christian de: "Economie d'endettement, économie de marchés financiers et taux d'intérêt" (ou, na edição em língua inglesa, "The 'overdraft economy', the 'auto-economy' and the rate of interest"). In: BARRERE, Alain (Coord.): "Keynes aujourd'hui: théories et politiques", Economica, Paris, 1985.

BRAGA, José Carlos de Souza: "A financeirização da riqueza - a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais", IESP/FUNDAP, *Textos para Discussão*, Ano 6, No. 3, SP, 1991.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos: "A crise da América Latina: consenso de Washington ou crise fiscal?", *Revista Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 21, No. 1, IFEA-RJ, 1991.

BUCHANAN, James M.: "The limits of liberty: between anarchy and Leviathan", Chicago University Press, Chicago, 1975.

CALABI, Andrea et alii: "Geração de poupança e estrutura de capital das empresas no Brasil", *Relatório de Pesquisa*, No. 6, IPE/USP, SP, 1981.

CARDOSO DE MELLO, João Manuel: "Consequências do neoliberalismo", *Revista Economia & Sociedade*, IE/UNICAMP, No. 1, Campinas, 1992.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de: "Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana". In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA Jr., Paulo Nogueira (Orgs.), 1992, op. cit..

CARVALHO, Fernando J. Cardim de: "Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós-keynesiana". In: SILVA, Maria Luiza Falcão (Org.): "Moeda e produção: teorias comparadas", Editora da UnB, Brasília, 1992.

CASANOVA, Pablo González (Org.): "América Latina - história de meio século", Ed. da UnB, Brasília, 1988.

CEPAL: "O desenvolvimento recente do sistema financeiro da América Latina". In: SERRA, José (Coor.): "América Latina - ensaios de interpretação econômica", Paz e Terra, RJ, 1976.

CHO, Yoon Je: "Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Ohio State University Press, Vol. 18, No. 2, 1986.

COLISTETE, Renato P.: "O desenvolvimentismo e seus críticos: as idéias da CEPAL e de Caio Prado Jr. sobre a internacionalização econômica nos anos 50", Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas, mimeo, 1990.

CORBO, Vittorio & MELO, Jaime de (Ed.): "Scrambling for survival: How firms adjusted to the recent reforms in Argentina, Chile and Uruguay", *World Bank Staff Working Papers*, No. 764, Washington, 1985.

CORBO, Vittorio & MELO, Jaime de (Ed.): "Liberalization with stabilization in the Southern Cone of Latin America: overview and summary", *World Development*, Vol. 13, No. 8, Oxford, 1985.

CORBO, Vittorio; MELO, Jaime de & TYBOUT, James: "What went wrong with the recent reforms in the Southern Cone", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 34, No. 3, Chicago, 1986.

CORTAZAR, René; FOXLEY, Alejandro & TOKMAN, Víctor E.: "Legados del Monetarismo: Argentina y Chile", PREALC/OIT, Ed. Solar, Buenos Aires, 1984.

COSTA, Fernando Nogueira da: "Ensaio de economia monetária", Ed. Bienal/EDUC, SP, 1992.

DAMILL, Mário; FANELLI, José Maria; FRENKEL, Roberto & ROZENWURCEL, Guillermo: "As relações financeiras na economia argentina", *Revista Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 18, No. 2, IPEA-RJ, 1988.

DAVIDSON, Paul: "Money and the real world", Macmillan Press, Londres, 1978.

DAVIDSON, Paul: "International money and the real world", Macmillan Press, Londres, 1982.

DAVIDSON, Paul: "Finance, funding, saving and investment", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. IX, No. 1, 1986.

DAVIDSON, Paul: "Keynes and money". In: HILL, Roger: "Keynes, money and monetarism - The eighth Keynes seminar held at the University of Kent at Canterbury, 1987", Macmillan, Londres, 1989.

DAVIDSON, Paul: "The role of contracts and money in theory and the real world". In: IDEM: "Controversies in post keynesian economics", Edward Elgar Publishing Company, 1991.

EDWARDS, Sebastian: "Stabilization with liberalization: an evaluation of ten years of Chile's experiment with free-market policies, 1973-1983", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 37, No. 2, University of Chicago, Chicago, 1985.

FAJNZYLBER, Fernando: "Reflexões sobre os limites e potencialidades económicas da democratização", *Revista de Economia Política*, Vol. 6, No. 1, Brasiliense, SP, 1986.

FANELLI, José Maria; FRENKEL, Roberto & ROZENWURCEL, Guillermo: "Growth and structural reform in Latin America. Where we stand", CEDES/UNCTAD, mimeo, Buenos Aires, 1990. Existe uma edição em espanhol, "Crecimiento y reforma estructural en América Latina. La situación actual". In: VIAL, Joaquín (Comp.): "Adonde va América Latina? Balance de las reformas económicas", CIEPLAN, Santiago, 1992.

FELDMAN, Ernesto & SOMMER, Juan: "Crisis financiera y endeudamiento externo en la Argentina", CET/Centro Editor de América Latina, Buenos Aires, 1986.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal & FREITAS, Maria Cristina Penido de: "O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80", IESP/FUNDAP, mimeo, SP, 1989.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FREITAS, Maria Cristina Penido de & SCHWARTZ, Gilson: "O sistema monetário-financeiro dos países em desenvolvimento", Relatório Parcial No. 7 do projeto "O formato institucional do sistema monetário e financeiros: um estudo comparado", IESP/FUNDAP/Sec. da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico do Estado de SP, SP, 1992.

- FFRENCH-DAVIS, Ricardo & ARELLANO, José Pablo: "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80", *Colección Estudios CIEPLAN*, No. 5, Santiago, 1981.
- FIORI, José Luis: "Cenários políticos brasileiros para a década de noventa", Documento No. 2.2.3, "São Paulo no limiar do século XXI: perspectivas dos setores produtivos 1980-2000", IPT/FECAMP/IE/UNICAMP, mimeo, Campinas, 1990.
- FIORI, José Luis: "Reforma ou sucata - o dilema estratégico do setor público brasileiro", *Textos para Discussão*, Ano 6, No. 4, IESP/FUNDAF, SP, 1991.
- FIORI, José Luis: "Para repensar o papel do Estado sem ser um neoliberal", *Revista de Economia Política*, No. 45, Ed. Brasiliense, SP, 1992.
- FIORI, José Luis: "Poder e credibilidade: o paradoxo político da reforma liberal", *Revista de Cultura e Política - Lua Nova*, No 25, CEDEC/Ed. Marco Zero, SP, 1992.
- FREITAS, Maria Cristina Penido de & SCHWARTZ, Gilson: "Serviços financeiros: rumo à re-regulamentação", *Revista São Paulo em perspectiva*, Vol. 6, No. 3, Fundação SEADE, SP, 1992.
- FRENKEL, Jacob A. & JONHSON, Harry: "The monetary approach to the balance of payments", George Allen & Unwin (ed.), Londres, 1976.
- FUKUYAMA, Francis: "O fim da história e o último homem", Ed. Rocco, RJ, 1992.
- FURTADO, Celso: "El conocimiento económico de América Latina", *Comercio Exterior*, Vol. 26, No. 5, México, 1976.
- FURTADO, Celso: "Brasil - a construção interrompida", Paz e Terra, SP, 1992.
- GATICA, J. & MIZALA, Alejandra: "Autoritarismo e ortodoxia económica: Chile 1974-87", *Revista de Economia Política*, Vol. 10, No. 2, Ed. Brasiliense, SP, 1990.
- HARRIS, Laurence: "Teoría Monetaria", Fondo de Cultura Económica, México, 1985.
- HICKS, John: "Perspectivas económicas - ensaios sobre moeda e crescimento", Zahar Editores, RJ, 1978.
- HICKS, John: "A crise na economia keynesiana", Ed. Vértice, SP, 1987.

JONHSON, Harry: "The monetary approach to the balance of payments: a non-technical guide", *Journal of International Economics*, No. 7, 1977.

KALDOR, Nicholas: "Los problemas económicos de Chile". In: IDEM: "Ensayos sobre política económica", Editorial Tecnos, Madri, 1971.

KALDOR, Nicholas: "The scourge of monetarism", Parte I, "The Radcliffe Report and monetary policy", Oxford University Press, New York, 1982.

KALECKI, Michal: "Teoria da dinâmica econômica", Coleção "Os Pensadores", Abril Cultural, SP, 1978.

KALECKI, Michal: "O mecanismo da recuperação econômica". In: IDEM: "Crescimento e ciclo das economias capitalistas", Ed. Hucitec, SP, 1983.

KEYNES, John Maynard: "Inflação e deflação", Coleção "Os Pensadores", Abril Cultural, SP, 1978.

KEYNES, John Maynard: "A distinção entre poupança e investimento". In: SZMRECSANYI, Tamás (Org.): "Keynes", Ed. Atica, SP, 1984.

KEYNES, John Maynard: "A teoria geral do emprego, do juro e da moeda", Coleção "Os Economistas", Nova Cultural, SP, 1985.

KEYNES, John Maynard: "Teorias alternativas da taxa de juros", *Literatura Econômica*, Vol. 9, No. 2, IPEA, RJ, 1987.

KEYNES, John Maynard: "A teoria ex ante da taxa de juros", *Literatura Econômica*, Vol. 9, No. 2, IPEA, RJ, 1987.

KEYNES, John Maynard: "A Treatise on money". In: "The collected writings of John Maynard Keynes", Macmillan, Cambridge University Press, Vol. 6.

KINDLEBERGER, Charles P.: "Financial deregulation and economic performance: an attempt to relate European financial history to current LDC issues", *Journal of Development Economics*, Vol. 27, North-Holland, 1987.

MCKINNON, Ronald I.: "Money and capital in economic development", The Brookings Institution, Washington, D.C., 1973 (versão em espanhol, "Dinero y capital en el desarrollo económico", publicação conjunta do "Programa de Desenvolvimento de Mercados de Capitais" da OEA e CEMLA, México, 1974).

MCKINNON, Ronald I. & MATHIESON, D.: "How to manage a repressed economy", *Essays in International Finance*, No. 145, Princeton University, 1981.

MCKINNON, Ronald I.: "The order of economic liberalization: lessons from Chile and Argentina". In: BRUNNER, K. & MELTZER, A. H. (Ed.): "*Economic policy in a world of change*", Vol. 17, North-Holland Publishing Company, 1982.

MCKINNON, Ronald I.: "Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America", *International Center for Economic Growth, Occasional Papers*, No. 6, 1988.

MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos: "*O sistema financeiro*", mimeo, SP, 1990.

MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos: "*A moeda indexada*", mimeo, SP, 1991.

MINSKY, Hyman P.: "*Can 'it' happen again? Essays on instability and finance*", New York, M. E. Sharpe, 1982.

MINSKY, Hyman P.: "La structure financière: endettement et crédit". In: BARRERE, Alain (1985), op. cit. p. 318. Existe uma edição deste trabalho em língua inglesa: "Financial structures: indebtedness and credit". In: BARRERE, Alain (Ed.): "*Money, credit and prices in keynesian perspective*", Macmillan, Londres, 1989.

MINSKY, Hyman P.: "*Stabilizing an unstable economy*", New Haven, 1986.

MIRANDA, José Carlos Rocha: "*Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional*", Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, mimeo, Campinas, 1992.

MOLHO, Lazaros E.: "Interest rates, saving, and investment in development countries - a re-examination of the Mckinnon-Shaw hypotheses", *IMF Staff Papers*, Vol. 33, No. 1, Washington, 1986.

MONACO, M. & ROWLEY, D.: "*A political economy of budget deficits*", 1987.

MONTERO, Cecilia: "La evolución del empresariado chileno: surge un nuevo actor?", *Colección Estudios CIEPLAN*, No. 30, Santiago, 1990.

MORRIS, Felipe F.; DORFMAN, Mark; ORTIZ, José Pedro & FRANCO, Maria Claudia: "Latin America's banking systems in the 1980's: a cross-country comparison", *World Bank Discussion Paper*, No. 81, Washington, 1990.

- MOULIAN, Tomas & VERGARA, Pilar: "Estado, ideologia e políticas econômicas no Chile: 1973/78", *Revista Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 11, No. 2, IPEA-RJ, 1981.
- NOYA, Nelson: "A liberalização financeira e a acumulação de capital no Uruguai (1974-1984)", Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas, 1988.
- O'DONNELL, Guillermo: "Hiatos, instituições e perspectivas democráticas". In: REIS, Fábio Wanderley & O'DONNELL, Guillermo (Orgs.): "Dilemas e Perspectivas", Ed. Vértice, SP, 1988.
- O'DONNELL, Guillermo; SCHMITTER, Philippe C. & WHITEHEAD, Laurence (Orgs.): "Transições do regime autoritário - América Latina", Ed. Vértice, SP, 1988.
- OLSON, M.: "The logic of collective action. Public goods and the theory of groups", Shocken Books, New York, 1971.
- OLSON, M.: "The rise and decline of nations", Yale University Press, Yale, 1982.
- PASCALE, Ricardo: "La estructura del sistema financiero en los países de la ALADI", ALADI/SEC/Estudio 14, Montevideo, 1983.
- PINTO, Aníbal: "A América Latina entre duas crises", *Revista de Economía Política*, Vol. 12, No. 3, Ed. Nobel, SP, 1992.
- POSSAS, Mário Luiz & BALTAR, Paulo: "Demanda efetiva e dinâmica em Kalecki". *Revista Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 11, No. 1, IPEA-RJ, 1981.
- POSSAS, Mário Luiz: "A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica", Ed. Brasiliense, SP, 1987.
- QUIJANO, José & FORTEZA, Alvaro: "Algunas enseñanzas de la experiencia neoliberal". In: "Uruguay '87 - la coyuntura económica nacional e internacional", Instituto de Economía/FESUR, Montevideo, 1987.
- RAMOS, Joseph: "Estabilización y liberalización económica en el Cono Sur", *Estudios e Informes de la CEPAL*, Santiago, 1984. Existe uma versão atualizada: "Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983", The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1986.
- ROUSSEAS, Stephen: "Post keynesian monetary economics", Macmillan, Londres, 1986.
- SAMPAIO Jr., Plínio de Arruda: "Padrão de reciclagem da dívida externa e política econômica do Brasil em 1983 e 1984", Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas, 1988.

SELOWSKI, M.: "Stages in the recovery of Latin America's growth", *Finance & Development*, Washington, 1990.

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

SILVA, Marcos Eugênio: "Teoria Geral - uma interpretação pós-keynesiana", IPE-USP/PIPE/FAFESP, SP, 1991.

SMITH, William C.: "Reflexões sobre a economia política da dominação autoritária e a reorganização capitalista na Argentina contemporânea", Estudos PECLA, Vol. II, No. 2, Departamento de Ciência Política/UFMG, Belo Horizonte, 1983.

SOLIMANO, Andrés: "Aspectos conceptuales sobre política cambiana relevantes para América Latina". In: CORTAZAR, René (Ed.): "Políticas macroeconómicas - una perspectiva latinoamericana", CIEPLAN, Santiago, 1987.

STIGLITZ, Joseph E. & WEISS, Andrew: "Credit rationing in markets with imperfect information", *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, 1981.

STUDART, Rogerio: "O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional", *Revista de Economia Política*, Vol. 13, No. 1, Ed. Nobel, SP, 1993.

TAVARES, Maria da Conceição: "O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente". In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & COUTINHO, Renata (Orgs.): "Desenvolvimento capitalista no Brasil - ensaios sobre a crise", Vol. 2, Ed. Brasiliense, SP, 1983.

TAVARES, Maria da Conceição & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello: "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea". In: REGO, José Márcio (Org.): "Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado", Ed. Paz e Terra, RJ, 1986.

TAVARES, Maria da Conceição: "Las políticas de ajuste de Brasil: los límites de la resistencia", BID, Washington, 1993.

TEIXEIRA, Nathermes Guimarães: "Economia monetária e sistema financeiro", Tese de Livre-Docência, IE/UNICAMP, mimeo, Campinas, 1992.

TOBIN, James: "Grandezas e limitações da 'mão invisível'", *Revista Carta*, Brasília, 1991.

VILLANUEVA, Delano & MIRAKHOR, Abbas: "Strategies for financial reforms: interest rate policies, stabilization,

and bank supervision in developing countries", *IMF Staff Papers*, Vol. 37, No. 3, Washington, 1990.

VILLAREAL, René: "*A contra-revolução monetarista. Teoria, política econômica e ideologia do neoliberalismo*", Ed. Record, RJ, 1984.

WICKSELL, Knut: "*Lectures on political economy*", Vol. II, "Money", Augustus M. Kelley Publishers, Fairfield, 1978 (Existe uma edição brasileira na Coleção "Os Economistas", Ed. Nova Cultural, SP, 1986).

WILLIAMSON, John: "What Washington means by policy reforms?". In: IDEM (Org.): "*Latin America adjustment, how much has happened?*", Washington, Institute for International Economics, 1990.

WILLIAMSON, John: "Reformas políticas na América Latina na década de 80", *Revista de Economia Política*, Vol. 12, No. 1, Ed. Brasiliense, SP, 1992.

ZONINSEIN, Jonas: "O circuito financiamento - investimento - poupança financeira". In: AMADEO, Edward J. (Org.): "*Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico*", Ed. Marco Zero, SP, 1989.