

# O CIRCUITO KEYNESIANO DE *FINANCE-INVESTIMENTO-FUNDING* NOS PAÍSES CENTRAIS E NOS DE INFLAÇÃO CRÔNICA\*

Marcos Antonio Macedo Cintra\*\*

## 1 - Introdução

As condições atuais de gestão da moeda e da riqueza financeira no Brasil repõem a discussão das relações entre a poupança e o investimento. Ademais, a desproporção e a disfuncionalidade do sistema financeiro privado para o crescimento, associadas à falência dos mecanismos de financiamento públicos, recolocam a necessidade de uma profunda reforma do setor financeiro brasileiro. A reforma financeira, sobretudo a eliminação do caleidoscópio de indexadores, torna-se uma questão crucial na reposição das condições para a retomada do desenvolvimento econômico-social.

Neste artigo, trataremos a questão do financiamento do desenvolvimento através dos conceitos de *finance* e de *funding* vinculados à tradição keynesiana. O artigo está dividido em cinco seções. Após esta introdução, procuraremos definir o circuito *finance-investimento-funding*. Na terceira e na quarta seções, apresentaremos as transformações contemporâneas no monitoramento da moeda e do crédito, nos países centrais e nos países com inflação crônica, respectivamente. Por último, teceremos algumas considerações sobre o papel e os limites dos setores financeiros público e privado no desenvolvimento latino-americano.

---

\* Este artigo se baseia na dissertação de mestrado **Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira**, defendida no Instituto de Economia da UNICAMP, em 1993, sob orientação de Luiz Carlos Mendonça de Barros. Devo fazer menção ao grande apoio fornecido por Mônica Baer.

\*\* Doutorando no Instituto de Economia da UNICAMP.

## 2 - O circuito *finance-investimento-funding*

A partir do debate entre os pós-keynesianos, iniciado por Asimakopulos (1983) e Davidson (1986), sobre as funções e a institucionalidade do crédito, bem como da poupança, no processo de formação de capital, depreende-se a necessidade de mecanismos financeiros capazes de alongar o perfil das dívidas. Os mecanismos que possibilitam a conversão de dívida de curto em de 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<sup>1</sup>. 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.<sup>2</sup>

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 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 do mercado de capitais (MINSKY, 1985, p.318). Nesse caso, à **(uma certa) poupança** — no sentido de uma renda acumulada, cujo poder de gasto foi diferido no tempo, e não de uma restrição ao consumo — 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

<sup>1</sup> 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. Na verdade, os bancos dar-lhe-ão um guarda-chuva, se fizer sol, mas o tomarão de volta, se começar a chover, como diz o provérbio.

<sup>2</sup> Conforme Studart (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".

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 processo (*finance* e *funding*) como o mais característico".<sup>3</sup>

Vejamos, resumidamente, cada uma dessas dimensões do processo de financiamento do investimento, o *finance* e o *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. Os bancos financiam o investimento através de um fundo rotativo — o fundo *finance* — e, se isso for insuficiente, pela multiplicação de seus depósitos à vista. O investimento é, então, financiado no mercado monetário.<sup>4</sup> O sistema bancário expande o crédito independentemente da captação antecipada de capital-moeda e sem comprometer a auto-sustentação do processo de acumulação (ZONINSEIN, 1989).

Desse 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 e Almeida (1989, p.121):

"(...) 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 originalmente 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

<sup>3</sup> Conforme Keynes (1987, 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 encarregar-se-ia de diversificar os ativos, conferindo-lhes características de divisibilidade, liquidez, rentabilidade e segurança. Porém isso não elimina a necessidade de superávits de renda temporariamente disponíveis e passíveis de serem livremente manejados.

<sup>4</sup> Segundo Keynes (1987, p.168), "(...) o *finance* constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, 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".

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

No entanto nada garante que o empresário conseguirá automaticamente converter suas obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. Há um risco nesse 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.

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 *fundings*.

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, através da acumulação interna de lucros, ou pelas carteiras dos intermediários financeiros. Nesse 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.

Dessa 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 às necessidades do *fundings*.<sup>5</sup>

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 *fundings* precisa estar presente, e o papel dos bancos é estar disposto a cobrir possíveis necessidades da circulação financeira nos mercados de títulos" (BAER, 1993, p.37).

<sup>5</sup> Conforme Baer (1993, p.29), "(...) 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 ampliam 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 *fundings*". Ressaltamos que o nível da poupança agregada está relacionado com o nível e com a distribuição da renda, bem como com o padrão de crescimento e de consumo da economia, decorrente das características estruturais da industrialização.

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.

### **3 - O manejo do *finance* e o *funding* nos mercados financeiros contemporâneos dos países centrais**

Esse paradigma keynesiano da relação entre o investimento produtivo e a poupança não deveria ser mediado por considerações relativas às mudanças institucionais, que, de alguma forma, alterariam a validade de alguns preceitos econômicos prevalentes entre as décadas de 20 e 40? O comportamento do sistema contemporâneo de crédito não estaria condicionado pelo quadro institucional vigente?

*Grosso modo*, o arcabouço das instituições monetárias — principalmente da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos da América —, na primeira metade deste século, caracterizava-se 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, existência de mercados organizados de ações, consolidando uma disponibilidade de financiamento para a formação de capital fixo por meio de títulos de longo prazo (MIRANDA, 1992, p.3).

Os argumentos keynesianos sobre a irrelevância da poupança e a imprescindibilidade do crédito na determinação do investimento estavam consubstanciados nessa institucionalidade bancária e financeira, onde a participação de M1 no total dos agregados monetários era extremamente elevada — o que permitia o pleno desempenho do *finance* — e a estabilidade em termos de prazos e custos da taxa de juros juntamente com o mercado 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 com o surgimento de inúmeras inovações (novos instrumentos e novas instituições). Nas palavras de Tavares e Belluzzo (1986, p.56-57):

"(...) 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** (grifos nossos)".

E mais: "(...) a elevação das taxas de juros não corresponde mais a uma **elevação do prêmio à renúncia da liquidez, mas a um prêmio de risco sobre a desvalorização provável da riqueza passada**". 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" (DAVIDSON, 1982, p.241), 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 a uma homogeneização nas formas de operação. Minsky, a partir do formato institucional do sistema financeiro norte-americano, afirma:

"(...) a linha divisória entre os bancos comerciais, cujos passivos incluem depósitos à 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" (MINSKY, 1986, p.223).

E, desde 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, independentemente das restrições legais.

Em segundo lugar, os bancos comerciais foram suplantados no papel de canalizadores 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 mútuas, companhias financeiras, seguradoras, *trust* 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" (MINSKY, 1986, p.246-247).

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, companhias de seguro, etc.).<sup>6</sup>

Em terceiro lugar, os depósitos à vista reduzem-se nos passivos dos sistemas bancários (BARROS, 1990, p.45, MINSKY, 1986, p.80). 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.<sup>7</sup> Em outras palavras, os sistemas bancário e não bancário dos países centrais<sup>8</sup>, 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, 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, esses 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 (M1) e um componente não monetário (M2 ou M3). As economias capitalistas modernas trabalham, então, com um estoque menor de moeda corrente por unidade de produto gerado. As relações entre M1 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 1 e 2. Merece destaque a transformação ocorrida nos EUA. Entre 1950 e 1990, a relação entre o M1 e o PIB reduziu-se de 40,9% para 15,5%, e, inversamente, a das quase-moedas aumentou de 11,1% para 42,5%.

<sup>6</sup> Para uma descrição detalhada dos novos instrumentos financeiros (Note Issuance Facilities, Floating Rates Notes, Opções e Futuros, Swaps, etc.), ver Ferreira e Freitas (1989).

<sup>7</sup> 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 a cartões de crédito, ver Freitas e Schwartz (1992, p.78-84).

<sup>8</sup> Os sistemas financeiros da França, da Alemanha, do 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, conforme Hicks (1978, p.63).

Tabela 1

M1 em porcentagem do PIB, nos Estados Unidos da América, na Inglaterra, no Canadá, na França, na Alemanha e no Japão - 1950-1990

ANOS	EUA	INGLATERRA	CANADÁ (1)	FRANÇA	ALEMANHA	JAPÃO
1950	40,91	-	-	30,72	17,18	-
1955	34,29	31,04	-	34,90	16,21	27,12
1960	28,44	25,75	15,83	32,04	15,69	26,74
1965	24,95	21,87	16,39	36,40	15,85	31,36
1966	23,32	20,50	15,73	36,11	15,20	30,76
1970	22,05	18,72	17,47	29,24	15,36	29,12
1973	20,28	17,97	16,88	29,03	14,79	35,83
1975	18,86	16,45	15,14	28,95	16,73	33,67
1978	16,77	16,13	12,88	25,84	17,72	33,72
1980	15,80	13,35	11,21	23,89	17,53	28,97
1982	15,76	14,54	10,63	23,77	16,16	29,90
1985	16,20	15,92	14,42	22,81	17,26	27,77
1988	16,57	-	14,89	26,77	19,48	30,11
1990	15,48	-	14,33	26,23	22,95	28,10

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS; Yearbook (1987, 1992).  
Washington, DC: IMF, v.40,45.

(1) Os dados do Canadá são referentes a 1960.

Tabela 2

Quase-moeda em porcentagem do PIB, nos Estados Unidos da América, na Inglaterra, no Canadá, na França, na Alemanha e no Japão - 1950-1990

ANOS	EUA	INGLATERRA	CANADÁ (1)	FRANÇA	ALEMANHA	JAPÃO
1950	11,13	-	-	0,99	-	-
1955	10,64	14,62	-	1,16	15,71	23,87
1960	33,37	14,72	17,86	3,71	22,13	39,85
1965	41,57	14,18	19,02	6,00	28,44	46,06
1966	40,07	14,51	18,43	7,07	31,01	46,75
1970	40,49	16,14	20,74	14,11	33,87	44,83
1973	43,70	26,81	23,55	20,09	36,19	51,45
1975	45,68	21,29	26,13	22,62	37,71	50,82
1978	45,47	16,96	33,68	24,24	39,24	53,71
1980	42,71	18,81	35,55	24,11	40,37	57,21
1982	41,61	23,51	39,08	22,17	39,93	61,23
1985	46,43	24,96	28,68	23,08	41,70	67,98
1988	44,34	-	29,26	43,41	41,73	80,10
1990	42,54	-	34,29	38,65	43,57	88,17

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS; Yearbook (1987, 1992).  
Washington, DC: IMF, v.40,45.

(1) Os dados do Canadá são referentes a 1960.



A consequência imediata dessa proliferação de passivos remunerados foi uma intensa flexibilização dos ativos das instituições financeiras, isto é, sua transformação em instrumentos negociáveis (*securitization*). Se as instituições oferecerem uma alternativa de aplicação remunerada com liquidez plena ou próxima, ficam obrigadas a garantir a liquidez e a remuneração desse 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 ilíquida, 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.<sup>9</sup>

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 dessa dinâmica extremamente instável (*speculative* e Ponzi, na linguagem de Minsky)<sup>10</sup> um contínuo refinanciamento das estruturas passivas e ativas (operações de *roll-over*) e uma atuação dos Bancos Centrais como credores de última instância (*lender of last resort*). Nesse 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.<sup>11</sup>

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** (grifos nossos)". E mais: "(...) o que é moeda é determinado pelo movimento da economia, e geralmente

<sup>9</sup> 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. Conforme Baer (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 ao encurtamento do prazo e à 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".

<sup>10</sup> Minsky (1986, 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.

<sup>11</sup> 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, conforme Aglietta *et al.* (1990, p.142-143).

há uma hierarquia de moedas, com instrumentos monetários específicos para diferentes propósitos" (MINSKY, 1986, p.226-228). 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" (MINSKY, 1986, p.228). Ademais, devemos ressaltar que a circulação dessas 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 si mesmo e ante as autoridades monetárias" (TAVARES, 1983, p.131).

Como esse 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 proliferaram 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" (BARROS, 1990, p.23).<sup>12</sup>

Assim sendo, à medida que se reduz a participação relativa de M1 na maioria das economias capitalistas e que as empresas emitem títulos de dívida direta, o estoque de riqueza (poupança agregada, M3), 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 (1991, p.18):

"No processo de **financeirização** da riqueza capitalista, há um entrelaçamento complexo entre moeda, crédito e patrimônio; (...) A defesa da

<sup>12</sup> No mesmo sentido, Chick (1986) 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".

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".

Indubitavelmente não se trata da clássica discussão liberal sobre a parcimônia da sociedade, isto é, a idéia 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 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" (KEYNES, 1971, p.193).

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 pretérita sob diferentes níveis de rentabilidade, risco e liquidez. Nesse sentido, podemos identificar uma mudança na **natureza da moeda**, ou seja, uma crescente fusão entre a moeda e a poupança (financeira), renda pretérita 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.<sup>13</sup>

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*. 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

<sup>13</sup> De acordo com Mendonça de Barros (1990, p.51-52) "(...) 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".

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 uma sinalizadora dos investimentos (variação nas taxas de juros).

Boissieu (1985, p.339), 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 capitais).<sup>14</sup> 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. 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, o axioma básico da teoria econômica dominante, qual seja, a expansão do crédito ocorreria a partir da poupança previamente acumulada.

Do nosso ponto de vista, esse 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 insolventes (MINSKY, 1986, p. 250-253). O segundo refere-se à fonte predominante das moedas nos mercados de capitais, as rendas pretéritas acumuladas. Ignora, no entanto, que essas "poupanças financeiras" podem alavancar uma quantidade imensa de moedas privadas, amplificando a liquidez da economia.

É essa 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." Isso é bastante surpreendente, pois a maneira pela qual o fundo rotativo é criado tem claras conseqüências sobre o nível e a estrutura das taxas de juros (possíveis efeitos de *crowding out*, etc.). Por

<sup>14</sup> A noção de "economia de endividamento" está associada à 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 dos ativos líquidos (poupança), e outro que é sustentado principalmente pelo poder de empréstimo assegurado (ou aparentemente assegurado) pelos bancos (crédito). Chamaremos esses setores de *auto-sector* e *overdraft sector*" (HICKS, 1987, p.42).

outro lado, se o *finance* é satisfeito através da emissão de títulos de dívida direta (bônus) comprados por agentes não financeiros, isso significa que ele se apóia 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" (BOISSIEU, 1985, p.341).

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 essa riqueza pretérita (poupança financeira) permite assegurar a função de instrumento geral e ampliado do crédito. Vale dizer, permite que o crédito cresça muito além do produto.<sup>15</sup> 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 dessa 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. 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, mas, sim, a sua instabilidade (TAVARES, BELLUZZO, 1986, p.57).

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 alavancado predominantemente no mercado monetário. Atualmente, com o avanço do crédito a partir do mercado financeiro, podemos afirmar que se tornam 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" (KEYNES, 1971, p.191). 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 com uma câmara de compensação e transferindo

<sup>15</sup> Belluzzo, na **Apresentação** de Baer (1993, p.15-16), salienta que a predominância dos mercados de capitais em substituição ao sistema de crédito comandado pelos bancos, prevalecente nos ciclos anteriores, de qualquer forma origina novos problemas de regulação: "Os mercados financeiros, de maneira geral, tendem a **individualizar** as perdas, isto é, descarregar sobre os agentes privados o risco do inadimplemento ou da iliquidez. Isso significa que essas formas são intrinsecamente deflacionárias. Dito de outra forma: as tensões de iliquidez ou de inadimplemento que surgem em algum ponto do sistema são 'resolvidas' pela queda de preços dos instrumentos financeiros. Essas características contrastam com as tendências 'inflacionárias' implícitas no sistema de crédito, em que as situações de iliquidez e possibilidade de 'quebra' são enfrentadas pelo Banco Central por meio do redesconto ou de ações de *last resort*. Por isso mesmo, nos novos mercados financeiros a **informação** elaborada pelas agências de avaliação de crédito tornou-se um elemento fundamental na decisão dos investidores".

ordens de pagamentos entre os clientes. Nesse 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". Assim, 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.

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 (M1) e cada vez mais no mercado financeiro (M3). Noutras palavras, tanto o *finance* como o *funding* passam a originar-se no M3, qual seja, na poupança financeira agregada (renda acumulada). Porém "(...) o problema econômico a ser tratado é o da evolução e não o da gênese (da moeda)" (MINSKY, 1985, p.319). 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 econômico ao longo do tempo.

Nesse sentido, a preocupação última dos teóricos da "repressão financeira" — McKinnon (1973) e Shaw (1973) — em acelerar o aprofundamento financeiro (aumentar a relação entre M2 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 macroeconômica e, portanto, do investimento produtivo, podemos afirmar, com o perdão do prosaico, que "eles atiraram no que viram e acertaram no que não viram". 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 expandir os ativos financeiros, é 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. Noutras palavras, a expansão do M3, 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" (KEYNES, 1978, p.25).

#### **4 - 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 à 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 desmonetização, está basicamente associada ao patamar inflacionário e à desconfiança no padrão monetário. A redução extremamente acentuada no percentual de M1, 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 (1993, p.3):

"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".

Essa situação é muito diversa da 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 vêm nele um ativo dotado da propriedade de representar um valor pela sua simples posse. No limite, a demanda de moeda inativa (os motivos 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." (BELLUZZO, ALMEIDA, 1990, p.65).

Esse caso limite pode ser observado na segunda metade da década de 80, em todos os países do Cone Sul: o percentual de M1/PIB permaneceu em torno de 7% na Argentina, de 6% no Chile e de 8% no Uruguai. A relação dos depósitos à vista nos bancos comerciais com o PIB flutuou em torno de 2% na Argentina e de 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 (Tabelas de 3 a 7).

Tabela 3

M1, depósitos à vista, quase-moeda, crédito ao setor privado e FBCF em relação ao PIB, na Argentina - 1961-1988

(\*)

ANOS	M1	DEPÓSITOS À VISTA	QUASE- MOEDA	CRÉDITO AO SETOR PRIVADO	FBCF
1961	16,83	7,00	6,25	16,42	22,33
1965	13,74	5,56	6,41	11,89	17,05
1970	18,59	10,55	8,35	17,99	19,94
1973	15,63	8,23	10,97	20,30	19,34
1976	13,83	6,85	7,11	15,94	26,88
1977	10,80	4,83	13,90	20,74	27,19
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
1984	8,54	2,29	22,48	36,02	15,39
1985	7,65	2,51	13,64	22,68	13,45
1988	7,01	1,53	26,11	28,28	12,99

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS; Yearbook (1991).  
Washington: IMF, v.44.

NOTA: Dados em fim de período. M1, alínea 34; depósitos à vista, alínea 24; quase-moeda, alínea 35; crédito ao setor privado, alínea 32b; PIB, alínea 99b.



Tabela 4

M1, depósitos à vista, quase-moeda, crédito ao setor privado e FBCF em relação ao PIB, no Chile - 1961-1991

ANOS	M1	DEPÓSITOS À VISTA	QUASE- -MOEDA	CRÉDITO AO SETOR PRIVADO	FBCF
1961	9,18	5,42	5,65	14,11	-
1965	7,61	6,33	5,55	11,57	15,92
1970	10,82	6,09	6,43	8,84	14,91
1973	19,93	11,56	18,87	5,16	13,04
1974	9,11	5,30	12,92	6,33	16,96
1976	8,24	4,07	12,57	15,62	13,27
1977	6,88	3,09	11,67	20,01	13,20
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
1985	5,76	2,67	35,41	70,09	14,22
1988	7,12	3,76	35,01	57,63	16,31
1991	7,17	3,80	36,10	48,29	17,75

(%)

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS; Yearbook (1991, 1992). Washington: IMF, v.44/45.

NOTA: Dados em fim de período. M1, alínea 34; depósitos à vista, alínea 24; quase-moeda, alínea 35; crédito ao setor privado, alínea 32b; PIB, alínea 99b.

Tabela 5

M1, depósitos à vista, quase-moeda, crédito ao setor privado e FBCF em relação ao PIB, no Uruguai - 1961-1990

(%)

ANOS	M1	DEPÓSITOS A VISTA	QUASE- -MOEDA	CRÉDITO AO SETOR PRIVADO	FBCF
1961	16,90	4,96	11,66	29,83	15,61
1965	20,02	5,26	15,31	34,44	10,86
1970	14,60	2,90	6,96	13,86	11,40
1974	12,89	3,83	7,37	18,50	10,23
1976	10,92	6,21	14,88	21,41	15,45
1977	9,73	5,28	20,01	24,70	15,21
1980	9,85	5,13	29,66	37,24	16,73
1981	8,03	3,58	36,26	39,37	15,68
1982	10,64	4,23	45,66	71,52	15,06
1985	9,61	4,64	44,67	55,29	9,63
1988	8,14	3,45	42,11	41,38	11,92
1990	8,00	3,62	54,48	36,66	12,32

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS; Yearbook (1991). Washington: IMF, v.44.

NOTA: Dados em fim de período. M1, alínea 34; depósitos à vista, alínea 24; quase-moeda, alínea 35; crédito ao setor privado, alínea 32b; PIB, alínea 99b.

Tabela 6

## Indicadores monetários do Uruguai - 1975-1987

ANOS	(%)			
	M1 (B+C)	EM PODER DO PÚBLICO	EM CONTA CORRENTE	DEPÓSITOS A PRAZO EM MOEDA NACIONAL
	(A)	(B)	(C)	(D)
1975	56	31	25	25
1977	32	19	12	23
1978	28	16	12	30
1980	24	14	10	41
1981	18	12	7	35
1982	13	9	4	22
1983	12	8	4	24
1985	13	8	5	20
1987	13	9	5	16

  

ANOS	M2	DEPÓSITOS EM MOEDA	M3
	(A+D)	EXTERNA	(E+F)
	(E)	(F)	(G)
1975	81	19	100
1977	54	46	100
1978	58	42	100
1980	65	35	100
1981	54	46	100
1982	35	65	100
1983	36	64	100
1985	33	67	100
1987	29	71	100

FONTE: ESTUDIO ECONOMICO DE AMERICA LATINA (1987/1988). Santiago do Chile: CEPAL, vários números.

Tabela 7

## Indicadores monetários do Chile - 1978-1987

DISCRIMINAÇÃO	1978	1980	1981	1982	1985	1987
A - Moeda (M1) . . . . .	36	28	21	18	16	15
B - Quase-dinheiro . . . . .	64	72	79	82	84	85
Depósitos a						
prazo . . . . .	48	52	63	67	62	65
De 30 a 89						
dias . . . . .	40	32	53	54	27	24
De 90 a 365						
dias . . . . .	5	14	3	7	26	27
Reajustáveis	1	10	1	6	25	27
Não reajus-						
táveis . . . . .	5	3	3	1	1	0
Mais de um ano	1	7	7	6	9	13
Depósitos de pou-						
pança . . . . .	11	15	11	12	18	20
C - Total (A+B) . . . . .	100	100	100	100	100	100

FONTE: ESTUDIO ECONOMICO DE AMERICA LATINA (1987/1988). Santiago do Chile: CEPAL, vários números.

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 arrebatar crescentemente a riqueza financeira, inclusive daqueles agentes cuja estrutura de recursos comportaria aplicações de risco ou a prazos mais extensos. Tudo isso dificulta em muito a restauração de outras dimensões dos mercados financeiros e a recuperação dos padrões de avaliação e de risco da posse dos diferentes tipos de ativos.<sup>16</sup>

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

<sup>16</sup> 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.

Enfim, 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. Nesse 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 pelas demais instituições financeiras. Aliás, estas últimas tampouco se expandem (Tabela 8).

Tabela 8

Ativos de instituições financeiras em relação ao total, excluindo os ativos do Banco Central, e número de bancos comerciais e de outras instituições financeiras na Argentina, no Chile e no Uruguai — 1987

INSTITUIÇÕES	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
Públicos .....	37,6	17,5	59,0
Outras instituições fi- nanceiras (%) .....	24,0	13,2	7,8
Curto prazo (1) .....	1,3	0,8	7,8
Longo prazo (2) .....	22,6	12,4	-
Instituições Finan- ceiras de Desen- volvimento (IFD) .....	20,7	1,2	-
TOTAL .....	100,0	100,0	100,0
Número de bancos comer- ciais .....	167	37	23
Número de outras insti- tuições .....	83	87	32

FONTE: MORRIS, Felipe F., et al. Latin America's banking systems in the 1980's: a cross-country comparison, Washington. (World Bank discussion papers, n.81).

(1) Crédito ao consumidor, créditos de curto prazo a empresas, cooperativas de créditos, etc. (2) IFD, fundos de pensão, companhias de seguro, associações de poupança e empréstimos, bancos de investimento, fundos mútuos e outros.

Em princípio, o *finance* poderia ser alavancado a partir da liquidez financeira acumulada nas aplicações indexadas. Isso não ocorre porque, dado o elevado grau de incerteza, a preferência pela liquidez permanece quase absoluta.<sup>17</sup> 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 desses 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. Nesse 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 prazos.

Em síntese, a volatilidade dos sistemas financeiros das economias em desenvolvimento revela que o problema é menos de carência de poupança e mais de inexistência de mecanismos seletivos e confiáveis de direcionamento dos recursos financeiros.

## 5 - Considerações finais

Como vimos, em economias com tensões inflacionárias renitentes, o efeito das expectativas de variação dos preços é o de impossibilitar os contratos e/ou de reduzir a amplitude e os prazos dos mesmos, pois a incerteza sobre o poder de compra da moeda se amplia brutalmente (CARVALHO, 1992, p. 209). Os mercados somente operam no curto prazo, onde os custos e os rendimentos são mais previsíveis por parte dos agentes e, ademais, podem renegociar em menores lapsos de tempo as condições estipuladas nos contratos.

Essa tendência dos detentores de riqueza de reduzir os prazos de suas aplicações financeiras diante das incertezas quanto à evolução dos preços configura um problema central de algumas economias em desenvolvimento: como a demanda por ativos líquidos é elevada, a capacidade do sistema financeiro tanto de fornecer crédito de curto

---

<sup>17</sup> É evidente que os bancos podem avançar linhas de crédito de curto prazo, quando existem demandas (geralmente associadas à 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 à 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). Nessas condições, inexistem mecanismos, financeiros e reais, que possibilitem à liquidez financeira ampliar o investimento e, portanto, o emprego.

prazo quanto de monitorar o funcionamento contínuo dos mercados de títulos de longo prazo fica limitada. Noutras palavras, em situações inflacionárias pertinazes, a dinâmica financeira caracteriza-se pela ausência de mecanismos de financiamento e pela impossibilidade de se diferir no tempo o gasto da renda pretérita acumulada, bem como de canalizar esses recursos para projetos de investimento.

O insuficiente desenvolvimento dos sistemas financeiros latino-americanos, no que concerne ao volume, aos prazos e às condições de crédito de médio e longo prazos, deriva, então, da instabilidade e da incerteza, extremamente elevadas, bem como da falta de confiança dos poupadores e dos investidores. Trata-se, na verdade, de um constrangimento estrutural à plena constituição da intermediação financeira.

Do nosso ponto de vista, esta é a questão fundamental com relação à 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 (grifos nossos)" (BARROS, 1993, p. 3).

Então, trata-se de introduzir mecanismos de defesa do valor real do contrato através de uma cláusula de variação de seu valor de face em função de algum referencial externo. A indexação com base na variação de um índice de preços, 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 de viabilizar o desenvolvimento da intermediação financeira, inclusive da própria dívida pública.<sup>18</sup>

Dado esse constrangimento, os mercados financeiros privados da América Latina nunca geraram um fluxo de capital suficiente para apoiar uma taxa significativa de investimento nas atividades produtivas. Assim, 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 essas 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?

<sup>18</sup> 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: (a) que os índices fixados pelo governo não acompanhem o índice de inflação, implicando uma redução dos prazos dos contratos, como mecanismo de proteção; (b) 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, conforme Belluzzo e Almeida (1992, p 25-31).

Dessa forma, não se trata de reorientar os recursos e instituições existentes, mas de desenvolver novas formas de criação de crédito e de intermediação financeira. Nas palavras de Baer (1993, p.37):

"(...) 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 à 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. É 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".

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.

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, faz-se necessária tanto na maior participação das instituições financeiras públicas na captação, na oferta e na 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 intersectorial (ou espacial) de recursos para os setores mais atrasados ou para novos setores ou regiões, através do desenvolvimento espontâneo de seus intermediários financeiros" (CEPAL, 1976, p.109).

Essa problemática estava colocada no período inicial do processo de industrialização por substituição de importações. As dificuldades na mobilização de recursos para os financiamentos público e privado não foram acompanhadas por modificações importantes na estrutura financeira interna. Faltou capacidade política para institucionalizar a captação e a transferência de recursos privados na quantidade e na forma convenientes ao financiamento do processo de industrialização, bem como para esta-

belecer novas formas de arrecadação fiscal e parafiscal que substituíssem as tradicionais e as vinculadas aos excedentes do setor exportador.<sup>19</sup> Em suma, tanto o setor privado 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 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.

Em síntese, na ausência de um mercado de capitais ativo<sup>20</sup> e de um sistema privado de bancos solidários com o processo de industrialização, bem como devido a limitações tributárias, o Estado foi obrigado a utilizar a política cambial e creditícia, as transferências inflacionárias e a atração do investimento e do endividamento externo. Através dos fundos, dos programas e das 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 (FIORI, 1992).

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 70. Mesmo não sendo incorreto pensar que a liberalização das taxas de juros e a abertura aos mercados externos facilitam as captações interna e externa de recursos, as mesmas, no entanto, não asseguram o desenvolvimento de fontes de

---

<sup>19</sup> Num trabalho de 1956, afirma corretamente Kaldor (1971, p. 541) que "(...) uma impressão geral é que os obstáculos a um adequado desenvolvimento não são naturais, técnicos ou econômicos, mas essencialmente políticos". Ou seja, a mobilização de recursos para potencializar o desenvolvimento econômico da América Latina dependeria de mudanças sociais e políticas, capazes de alterar as estruturas de propriedade, renda e consumo. Nas palavras de Furtado (1992, p. 9): "Para escapar deste estilo de desenvolvimento seria necessário (...) congelar importantes segmentos da demanda de bens finais de consumo e intensificar consideravelmente a acumulação no sistema produtivo. Vale dizer, pôr em andamento um processo político que, pela magnitude dos interesses que contraria, somente se produz no quadro de uma convulsão social. Restava, como linha de facilidade, continuar apoiando-se na modernização, por conseguinte, reproduzindo o subdesenvolvimento".

<sup>20</sup> Sobre a função do sistema financeiro e/ou a passiva do Estado como condutores do processo de monopolização do capital, ver Tavares (1983, p. 109-111).



financiamento de médio e longo prazos, 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.

A abertura financeira irrestrita aos fluxos financeiros internacionais privados revelou-se, também, profundamente infrutífera, pois induziu apenas à 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. 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 desses países 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 à especulação permanece presente no contexto latino-americano. O que permite a Tavares (1993, p.3) 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".

A recuperação da capacidade de financiamento das economias em desenvolvimento, essencial à 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 à 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".

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.<sup>21</sup>

Desse ponto de vista, uma política de crédito seletiva e com taxas de juros distintas (mas positivas), estimulando os setores prioritários (novas tecnologias, exportação, agricultura, pequena e média empresas, etc.), conectada a um planejamento de médio e longo prazos, é 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 acesso a todas as formas possíveis de valorização produtiva e financeira.

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 às necessidades e aos limites da base empresarial a partir da qual definem essas políticas.<sup>22</sup>

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 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.

## Bibliografia

- AGLIETTA, M. et al. (1990). **Globalisation financière: l'aventure obligée**. Paris: Economica.
- AKYUZ, Y., KOTTE, D. J. (1991). **Financial policies in developing countries: issues and experience**. Genebra. (UNCTAD discussion papers, n.40).

<sup>21</sup> Conforme Tavares (1993, 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 permitam uma vez mais empreender políticas industriais e tecnológicas de reestruturação industrial, acrescidas de novas e mais eficientes políticas sociais".

<sup>22</sup> Para uma análise do auspicioso processo de liberalização coreano, ver Akyuz e Kotte (1991, 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 obtidos em uma base sólida; e as fragilidades estruturais dos setores empresarial e financeiro foram reduzidas".

- ASIMAKOPOULOS, A. (1983). Kalecki and Keynes on finance, investment and saving. **Cambridge Journal of Economics**, Knoxville, v.7, n.3/4.
- BAER, M. (1990). Mudanças e tendências dos mercados financeiros internacionais na década de 80. **Pensamiento Iberoamericano**, Madrid, n.18.
- BAER, M. (1993). **O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro**. São Paulo: Paz e Terra.
- BARROS, L. C. Mendonça de (1990). **O sistema financeiro**. São Paulo. (mimeo).
- BARROS, L. C. Mendonça de (1993). Moeda indexada: uma experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas: UNICAMP/IE, n.2.
- BELLUZZO, L. G. M., ALMEIDA, J. S. G. (1989). Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo. **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, n.23.
- BELLUZZO, L. G. M., ALMEIDA, J.S.G. (1990). Crise e reforma monetária no Brasil. **São Paulo em Perspectiva**, São Paulo: SEADE, v.4, n.1.
- BOISSIEU, C. (1985). Economic d'endettement, économie de marchés financiers et taux d'intérêt. In: BARRERE, A., coord. **Keynes aujourd'hui: théories et politiques**. Paris: Economica.
- BRAGA, José C. de Souza (1991). **A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais**. São Paulo: FUNDAP/IESP. (Texto para discussão, v.6, n.3).
- CARVALHO, F. J. C. (1992). Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. In: BELLUZZO, L. G. M., BATISTA JUNIOR, P. N., orgs. **A luta pela sobrevivência da moeda**. São Paulo: Paz e Terra.
- CEPAL (1976). O desenvolvimento recente do sistema financeiro da América Latina. In: SERRA, José, org. **América Latina: ensaios de interpretação econômica**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- CHICK, V. (1986). The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. **Economies et Sociétés: cahiers de l'ISMEA**, Paris. (Série monnaie et production, n.3).
- DAVIDSON, P. (1986). Finance, funding, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, Knoxville, v.9, n.1.
- DAVIDSON, P. (1989). Keynes and money. In: HILL, R. **Keynes, money and monetarism: the eighth Keynes seminar held at the University of Kent at Canterbury, 1987**. Londres: MacMillan.
- DAVIDSON, Paul (1982). **International money and the real world**. Londres: Macmillan.

- FERREIRA, C.K.L., FREITAS, M. C. P. (1989). **O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80**. São Paulo: FUNDAP/IESP. (mimeo).
- FIORI, J. L. (1992). Para repensar o papel do estado sem ser um neoliberal. **Revista de Economia Política**, São Paulo: Brasiliense, n.45.
- FREITAS, M. C. P., SCHWARTZ, G. (1992). Serviços financeiros: rumo à regulamentação. **São Paulo em Perspectiva**, São Paulo: SEADE, v.6, n.3.
- FURTADO, C. (1992). O subdesenvolvimento revisitado. **Economia & Sociedade**, Campinas: UNICAMP/IE, n.1.
- HICKS, J. (1978). **Perspectivas econômicas: ensaios sobre moeda e crescimento**. Rio de Janeiro: Zahar.
- KALDOR, N. (1971). Los problemas economicos de Chile. In: ENSAYOS sobre política económica. Madrid: Tecnos.
- KEYNES, John Maynard (1971). A treatise on money. In: \_\_\_\_. **The collected writings of John Maynard Keynes**. Londres: MacMillan/Cambridge University. v.6.
- KEYNES, John Maynard (1978). **Inflação e deflação**. São Paulo: Abril Cultural. (Os pensadores).
- KEYNES, John Maynard(1987). A teoria "ex ante" da taxa de juros. **Literatura Econômica**, Rio de Janeiro: IPEA, v.9, n.2.
- MCKINNON, R. I. (1973). **Money and capital in economic development**. Washington: The Bookings Insitution.
- MINSKY, H. P. (1985). La structure financière: endettement et crédit. In: BARRERE, A., coord. **Keynes aujourd'hui: théories et politiques**. Paris: Economica.
- MINSKY, H. P. (1986). **Stabilizing an unstable economy**. New Haven.
- MIRANDA, J. C. R. (1992). **Cambio, juros e fisco: a experiência internacional**. Campinas: UNICAMP/IE. (Tese de doutoramento; mimeo).
- SHAW, E. S. (1973). **Financial deepening in economic development**. New York: Oxford University.
- STUDART, R. (1993). O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynsiano à visão convencional. **Revista de Economia Política**, São Paulo: Nobel, v.13, n.1.
- TAVARES, M. C. (1993). **Las políticas de ajuste del Brasil: los limites de la resistencia**. Washington: BID.
- TAVARES, Maria C., BELLUZZO, L. G. M. (1986). Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: REGO, J. M., org. **Inflação inercial, teorias sobre inflação e o plano cruzado**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

- TAVARES, Maria Conceição (1983). O sistema financeiro e ciclo de expansão recente. In: BELLUZZO, Luiz G. de M., COUTINHO, Renata, org. **Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise**. São Paulo: Brasiliense. v.2.
- ZONINSEIN, J. (1989). O circuito financeiro-investimento-poupança financeira. In: AMADEO, E. J., org. **Ensaio sobre a política moderna: teoria e história do pensamento econômico**. São Paulo: Marco Zero.

## **Abstract**

**In this paper the author describes an approach on the financing of the economic development based on the keynesian tradition about the concepts of finance and funding. Following the definition of the circuit "finance-investment-funding" the paper presents the recent changes in the management of money and credit in the developed countries and in those with chronic inflation. Finally the author makes some comments upon the role and the limits of the public and private financial system in Latin America's development.**