

Resenha

Uma visão crítica da repressão financeira*

Maria Luiza Levi**

Qual a razão de se discutir hoje uma teoria que foi a base de políticas econômicas adotadas por países latino-americanos nos anos 70? **Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira** mostra que essa discussão ainda é central para se entenderem as relações entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, o papel das políticas recomendadas pelos organismos multilaterais e mesmo a dinâmica que comanda a acumulação de capital no mercado financeiro internacional. Originada a partir da Dissertação de Mestrado de Marcos Antonio Macedo Cintra, defendida no Instituto de Economia da Unicamp, e de pesquisa efetuada pelo autor dentro do Programa de Formação de Quadros Profissionais do Cebrap, a obra analisa os pressupostos teóricos daquilo que foi a base das políticas de liberalização adotadas por Argentina, Chile e Uruguai nos anos 70. Partindo de um quadro mais geral, que inclui liberalização comercial e restrição fiscal como meios de promover a estabilização econômica e o desenvolvimento, o autor enfatiza a parte financeira das reformas liberalizantes, defendida pela Teoria da Repressão Financeira.

Elaborada por Ronald McKinnon e Edward Shaw no início dos anos 70, a Teoria da Repressão Financeira diagnosticou o subdesenvolvimento como sendo, basicamente, um produto de dois fatores: a escassez de poupança e as distorções impostas por políticas governamentais que tendiam a alocar a maior parte dos poucos recursos financeiros existentes em projetos de investimento carentes de justificativa econômica. Com base nesse diagnóstico, a terapia proposta era o desmantelamento dos instrumentos de política financeira — limites de taxas

* Resenha do livro **Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira**, de Marcos Antonio Macedo Cintra. Campinas, Editora da UNICAMP/FAPESP, 1999, 179p.

** Mestre em Economia pelo Instituto de Economia da Unicamp e Doutoranda em Ciência Política na Bosforo University em Istanbul.

de juros, aplicações compulsórias em determinados setores e outros mecanismos de concessão de crédito seletivo — para fazer com que emergissem taxas de juros realistas, permitindo uma seleção, via forças de mercado, de projetos de investimentos suficientemente rentáveis para suportar o efetivo custo do capital, dadas as condições de escassez de poupança. Adicionalmente, como parte das economias atrasadas tendia a apresentar inflação crônica, as altas taxas de juros emergentes após a liberalização seriam desejáveis no sentido de persuadir os poupadores a manterem suas poupanças sob a forma de aplicações financeiras, resultando em diminuição do consumo e maior disponibilidade de recursos para o investimento. Seguir-se-ia um processo de “aprofundamento financeiro”, correspondente ao aumento do estoque de ativos financeiros em relação ao Produto, indicando a maior disponibilidade de recursos para o financiamento do investimento.

O interessante é que o autor aproveita a formulação de que parte a Teoria da Repressão Financeira para introduzir algumas discussões centrais dentro da teoria econômica. A primeira refere-se a um determinado significado que se atribui ao termo “poupança”, o qual, aliás, aparece implícito na maior parte das terapias ortodoxas de estabilização defendidas ainda hoje. O autor esclarece que a identidade macroeconômica entre poupança e investimento não expressa, absolutamente, que aquela é condição da existência deste, ou seja, que a poupança macroeconômica **financia** o investimento. Expressa, simplesmente, o fato de que a decisão de investir gera um determinado tipo de gasto que, contabilmente, corresponde à parcela da renda que não é despendida em consumo. Trata-se de uma grandeza contábil, residual, em nada relevante do ponto de vista da determinação do investimento. Desfazendo uma confusão muito habitual, o autor mostra que o investimento depende, sim, da existência de **crédito**, que corresponde à aceitação por parte de algum agente econômico que controla ou detém liquidez de confiá-lo ao investidor produtivo para que ele o imobilize em algum projeto de investimento.

Em seguida, com base nos conceitos keynesianos de *finance* e *funding*, o autor mostra que o crédito tem duas dimensões básicas. A primeira refere-se à relativa autonomia dos bancos na criação de moeda, com base no manejo das reservas bancárias sob forma fracionária. Essa é a origem primordial do fundo *finance*, que, apesar de constituir uma fonte fundamental de crédito, tende a disponibilizar recursos em prazos muitas vezes incompatíveis com o período de maturação do investimento. Daí a importância de que o sistema financeiro desenvolva mecanismos de consolidação financeira do investimento, ou *funding*, em que instituições financeiras não bancárias intermediam a compra de ações e títulos de dívida emitidos por empresas pelos poupadores a partir de sua massa de riqueza acumulada, ou poupança financeira. Essa massa de riqueza consti-

tui um estoque e não deve ser confundida com o fluxo contábil correspondente à poupança macroeconômica. Aquela pode apoiar o alongamento das dívidas das empresas de forma mais compatível com o fluxo esperado de retorno dos investimentos realizados, mas não representa, teoricamente, uma pré-condição do financiamento do investimento, como de resto exemplificam os processos de desenvolvimento de alguns países asiáticos, fortemente apoiados no sistema bancário.

A partir daí, o livro avança no esclarecimento do papel do crédito bancário e da poupança financeira na dinâmica recente dos mercados financeiros internacionais. Aqui, o autor destaca, basicamente, dois movimentos. Em primeiro lugar, os diferentes tipos de instituições financeiras passaram, cada vez mais, a invadir os campos de atuação que até então lhes eram alheios. Mesmo empresas produtivas passaram a atuar no mercado, emitindo títulos de dívida e gerenciando diretamente suas aplicações financeiras. Em segundo lugar, os próprios instrumentos financeiros vêm se modificando substancialmente, com perda de importância dos depósitos à vista e a proliferação das chamadas “quase-moedas”, ou seja, ativos monetários remunerados com elevada liquidez. Isso resultou numa mudança na forma de as instituições financeiras administrarem suas estruturas ativas e passivas. A maior necessidade de garantir liquidez exige que os recursos correspondentes também sejam mantidos sob forma mais líquida, o que significa comprar títulos que tenham mercados secundários bem organizados, que permitem, a qualquer tempo, a liquidação dos papéis para fazer face aos eventuais saques.

Para o autor, essa evolução dos padrões de atuação nos mercados financeiros, em grande medida produto das políticas de desregulamentação e liberalização financeira adotadas por parcela significativa dos países desenvolvidos, vem obscurecendo a distinção entre moeda e poupança financeira enquanto fontes de financiamento. Se é verdade que a poupança financeira, ou renda pretérita acumulada, adquiriu enorme importância como fonte de crédito no período recente, também se observa que o sistema não conta com autonomia suficiente para prescindir do Estado como emprestador de última instância e, no limite, financiador de posições através da emissão de moeda primária.

O livro retoma, então, as questões colocadas inicialmente pela Teoria da Repressão Financeira, visando mostrar que o movimento de liberalização financeira dos anos 80 e 90 gerou, de fato, algo como um “aprofundamento financeiro”, aumentando a capacidade de alavancagem e de extensão de crédito, em escala mundial. A liberalização financeira continua, portanto, na pauta dos países em desenvolvimento, uma vez que a integração ao sistema financeiro internacional acena com a possibilidade de superar os obstáculos referentes ao

financiamento do investimento. Contudo a questão crucial é que, embora a existência de um sistema financeiro desenvolvido seja condição fundamental da existência de crédito de longo prazo, este não deriva automaticamente daquele, requerendo, primordialmente, condições macroeconômicas relativamente estáveis e expectativas de realização de lucros. Isso significa que, ao contrário do que defendeu a Teoria da Repressão Financeira e também do que é sustentado atualmente por grande parte do mundo acadêmico, o desenvolvimento dos países de industrialização tardia continua dependendo de algo que a liberalização financeira, por si só, não pode trazer. Mais do que isso, por forçar uma convergência a padrões de atuação vigentes na esfera internacional, a liberalização financeira, levada ao limite, acaba impondo a eliminação dos instrumentos de políticas de coordenação dos investimentos, uma vez que a função destes é justamente direcionar o comportamento do mercado. A conclusão é que, distanciada de uma estratégia de desenvolvimento, a abertura financeira tende a produzir ciclos curtos de endividamento, que acabam por aumentar, significativamente, a vulnerabilidade da economia.

O mérito do livro, portanto, é procurar recolocar a questão do desenvolvimento no debate da liberalização financeira, mostrando a fragilidade do embasamento teórico das políticas que estão na origem daquilo que se convencionou chamar Consenso de Washington. É certo que, desde os anos 70, a bandeira da liberalização financeira mudou de tom, ganhou contribuições, sofreu adaptações, especialmente a chamada "literatura seqüencial", em que se enfatiza a ordem das várias medidas que compõem as reformas liberalizantes. Ela continua, no entanto, a ser amplamente defendida como terapia para países de industrialização tardia, ainda que não haja evidência histórica de sua contribuição para a superação do subdesenvolvimento. O desafio do mundo subdesenvolvido, portanto, não se refere a como empreender a liberalização financeira no momento e na seqüência corretos, mas a como criar um conjunto articulado de oportunidades de investimento e contar com recursos financeiros em quantidade e prazo compatíveis com sua realização.