

RÉGIS ELYSSON JAGHER

**A INFLUÊNCIA DOS BANCOS DE DESENVOLVIMENTO NO PROCESSO DE
FUNDING DO INVESTIMENTO: UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA**

Monografia apresentada como requisito parcial
à conclusão do Curso de Ciências Econômicas,
Setor de Ciências Sociais Aplicadas, na
Universidade Federal do Paraná – UFPR.

Orientador: Prof. José Luis da Costa Oreiro

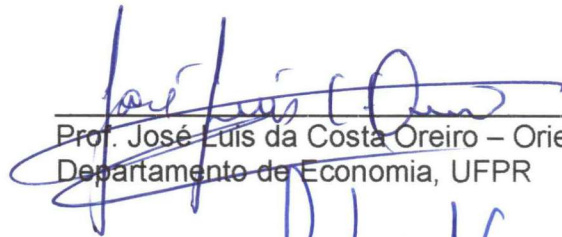
**CURITIBA
2006**

TERMO DE APROVAÇÃO

RÉGIS ELYSSON JAGHER

A INFLUÊNCIA DOS BANCOS DE DESENVOLVIMENTO NO PROCESSO DE FUNDING DO INVESTIMENTO: UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA

Monografia apresentada como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, na Universidade Federal do Paraná – UFPR.



Prof. José Luis da Costa Oreiro – Orientador
Departamento de Economia, UFPR



Profª. Fábio Dória Scatolin –
Departamento de Economia, UFPR



Profº. Breno Pascualote Lemos –
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 07 de dezembro de 2006.

AGRADECIMENTOS

Os agradecimentos vão para todos os que me ajudaram nessa trajetória, desde o projeto até a apresentação desta monografia. Aos meus pais, irmão e amigos o meu maior agradecimento. Agradecimento especial também ao professor José Luis Oreiro, que mesmo, às vezes, com falta de tempo se dispôs a ajudar em dúvidas, esclarecendo melhor o tema.

SUMÁRIO

RESUMO	vi
LISTA DE GRÁFICOS	vii
LISTA DE SIGLAS	viii
INTRODUÇÃO	9
1 INVESTIMENTO, POUPANÇA E FINANCIAMENTO: UMA ABORDAGEM	
PÓS-KEYNESIANA	12
1.1 A TEORIA NEOCLÁSSICA: DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS,	
INVESTIMENTO E POUPANÇA	12
1.1.1 Investimento, Poupança e Taxa de Juros.....	12
1.1.2 A Teoria quantitativa da Moeda Clássica, as contribuições de Wicksell e	
a Teoria dos Fundos Empréstaveis.....	16
1.1.3 Mercados de Capitais Eficientes.....	20
1.1.4 Repressão Financeira: O Modelo Shaw-Mckinnon.....	22
1.2 A ECONOMIA MONETÁRIA DE KEYNES E A CRÍTICA A TEORIA	
CLÁSSICA DO JURO	24
1.3 O PROCESSO DE FORMAÇÃO DE CAPITAL NA ÓTICA PÓS-	
KEYNESIANA	27
1.4 CONCLUSÃO	35
2 MODELOS ALTERNATIVOS DE SISTEMAS FINANCEIROS E SUAS	
IMPLICAÇÕES PARA O CASO BRASILEIRO.....	39
2.1 INTRODUÇÃO.....	39

2.2 SISTEMAS BASEADOS NO MERCADO DE CAPITALIS	39
2.3 SISTEMAS BASEADOS EM CRÉDITO.....	43
2.3.1 Sistemas Financeiros Baseados no Crédito privado – O Modelo Alemão...	44
2.3.2 Sistemas Financeiros Baseados no Crédito Público – O Caso Japonês.....	48
2.4 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (SFN).....	50
2.4.1 Reforma da década de 1960 e Reforma de 1988	52
2.4.2 Problemas e Deficiências do SFN	56
2.5 CONCLUSÃO.....	61
3 UM MODELO DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO MERCADO DE CAPITALIS	64
3.1 INTRODUÇÃO	64
3.2 O MODELO PROPOSTO POR DAVIDSON	65
3.3 A INFLUÊNCIA DE UM BANCO DE DESENVOLVIMENTO NO MERCADO DE CAPITALIS	73
3.4 CONCLUSÃO.....	76
CONCLUSÃO	79
REFERÊNCIAS	83

RESUMO

Pela visão Pós-Keynesiana que apresenta como estilização do processo de financiamento do investimento o circuito: *Finance* – Investimento – Poupança – *Funding* destaca-se a importância dos sistemas financeiros, sendo que a poupança é vista não como uma condição prévia e sim como o resultado do processo de investimento. Esta é relevante apenas para a consolidação das dívidas contraídas no curto prazo (para o *Funding*). Sistemas Financeiros tem papel essencial, tanto no *Finance* e principalmente no *Funding*, pois este último é responsável em grande parte por mitigar a fragilidade financeira e os riscos associados a processos de crescimento econômico. Como bem desempenham estas duas tarefas é o que garante que sejam considerados funcionais, tanto microeconomicamente quanto macroeconomicamente, independentes da estrutura financeira que sejam baseados, isto é, independentes de serem baseados em mercado ou em crédito. A partir desta abordagem, demonstra-se como o processo de investimento se realiza em sistemas financeiros alternativos. São tratadas as suas peculiaridades principalmente com relação ao *Funding*, e posteriormente também são feitas algumas considerações para o caso do sistema financeiro nacional. No SFN são dois os possíveis caminhos para a realização do *Funding*, a saber: pelo mercado e via o financiamento de longo prazo ofertado pelo BNDES, tendo este último, uma preferência efetivamente maior dos investidores. Por fim, demonstra-se como um banco de desenvolvimento tem um importante papel para o processo de *Funding*, bem como sua relação para com o mercado de capitais, aumentando a funcionalidade de um sistema financeiro, uma vez que diminui a volatilidade das taxas de juros das colocações e dos seus respectivos preços.

Palavras-chave: Abordagem Pós-Keynesiana, Circuito *Finance* – Investimento – Poupança – *Funding*, Sistemas Financeiros, Funcionalidade, Colocações.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1.1 – POUPANÇA E TAXA DE JUROS	11
GRÁFICO 1.2 – INVESTIMENTO E TAXA DE JUROS	11
GRÁFICO 1.3 – EQUILÍBRIO NEOCLÁSSICO NO MERCADO DE CAPITAIS	13
GRÁFICO 1.4 – DETERMINANTES POUPANÇA E INVESTIMENTO	16
GRÁFICO 1.5 – REPRESENTAÇÃO ANALÍTICA DO MODELO SHAW-MCKINNON	21
GRÁFICO 1.6 – CIRCUITO <i>FINANCE-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING</i> ..	28
GRÁFICO 2.1 – FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO EM SISTEMAS FINANCEIROS BASEADOS NO MERCADO DE CAPITAIS	38
GRÁFICO 2.2 – FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO BASEADO NO CRÉDITO PRIVADO	43
GRÁFICO 2.3 – VOLUME DE AÇÕES E DEBÊNTURES EMITIDAS NO MERCADO PRIMÁRIO E VOLUME DE DESEMBOLSOS TOTAIS DO BNDES (valores aproximados).....	49
GRÁFICO 2.4 – OPERAÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSOS LIVRES: MATURIDADES	54
GRÁFICO 2.5 – RELAÇÃO CRÉDITO/PIB - TOTAL, PRIVADO E PÚBLICO	55
GRÁFICO 2.6 – SPREAD BANCÁRIO NO BRASIL E NO MUNDO	56
GRÁFICO 2.7 – TAXAS DE EMPRÉSTIMOS E DE CAPTAÇÃO.....	57
GRÁFICO 3.1 – OFERTA E DEMANDA POR COLOCAÇÕES	65
GRÁFICO 3.2 – FINANCIAMENTO NO MERCADO DE CAPITAIS	69
GRÁFICO 3.3 – RETRAÇÃO DA OFERTA DE CRÉDITO DE LONGO PRAZO DE UM BANCO DE DESENVOLVIMENTO	73

LISTA DE SIGLAS

BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMN	- Conselho Monetário Nacional
CMS	- Sistemas baseados no Mercado de Capitais
COPOM	- Comitê de Política Monetária
CP	- Curto Prazo
GCS	- Sistemas baseados no Crédito do Governo (público)
IFs	- Instituições Financeiras
LC	- Letra de Câmbio
LDC's	- Países em Desenvolvimento
LP	- Longo Prazo
PU	- Preços Unitários
SCFI	- Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento
SELIC	- Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFN	- Sistema Financeiro Nacional
TFE	- Teoria dos Fundos Empréstáveis
TQM	- Teoria Quantitativa da Moeda

INTRODUÇÃO

A justificativa do tema ligado aos bancos de desenvolvimento é um debate que vem sendo bastante discutido atualmente entre diferentes representantes do pensamento econômico a respeito do crédito direcionado no Brasil, oferecido por um banco de desenvolvimento, o BNDES.

O crédito direcionado tem sido apontado como uma das principais causas dos altos spreads bancários cobrados pelo setor bancário no Brasil. O argumento é o de que ao cobrar para certas empresas taxas de juros menores do que às das aplicações bancárias livres, o que caracteriza o crédito direcionado e o qual não se restringe apenas as operações do BNDES, acaba obrigando os bancos e/ou outras instituições financeiras a elevar suas taxas em outras operações, aumentando ainda mais o spread.

Segundo dados do BACEN para março desse ano, o crédito total oferecido hoje ao país encontrava-se em R\$ 923,9 bilhões (correspondente a 31,6% do PIB) e observando um aumento, portanto, em relação ao mesmo mês do ano passado, onde o crédito equivalia a 27,7% do PIB. Em relação ao crédito direcionado, o seu valor quantitativo, atingiu 204,9 bilhões com alta parcela reservada pelo crédito BNDES nesse total.¹

Essa discussão a respeito do crédito direcionado leva inevitavelmente a uma discussão a respeito do subsídio, isto é, se o crédito direcionado do BNDES é responsável em grande parte pelos altos spreads, ao cobrar taxas menores que a de mercado, estaria-se ou não subsidiando certos “privilegiados”. Argumenta-se, de um lado, que a TJLP, cobrada nas operações do BNDES, definida pelo BACEN e que se encontra em 6,85% atualmente, deve ser considerada em relação apenas com o nível de inflação. Conseqüentemente, dessa forma, não existiria subsídio, já que a meta de inflação definida pelo BACEN encontra-se abaixo desse patamar. Por outro lado, se a comparação for feita em relação à Taxa SELIC, taxa básica de juros da economia que hoje se encontra em 13,75%, poderia-se então, considerar que existiria um subsídio, concedido direcionalmente a certos setores, empresas, etc.

¹ Dados extraídos da Folha Online presentes no site da ANEPS

Segundo Cláudio Haddad, economista que defende a existência de um subsídio implícito nas operações do BNDES, a existência desse crédito subsidiado implica que a Autoridade Monetária, o BACEN, para controlar a taxa de inflação de forma que não passe da meta definida, tenha de aumentar as doses de elevação da taxa SELIC. A idéia é que, como existem setores e empresas que não recebem o apoio do BNDES via TJLP, a qual está sujeita a uma menor flutuação que a taxa SELIC, exige-se uma elevação desta última muito maior e um pagamento de juros muito maior para as empresas e setores que se financiam a essa taxa. Para o governo em especial, isso tem um impacto muito danoso, pois os juros da dívida pública estão ligados à taxa SELIC. Se o subsídio for válido, argumenta-se que os recursos de que se utiliza o BNDES para a sua atuação poderiam ser melhor empregados se fossem destinados para a dívida pública, pois possibilitariam uma menor taxa SELIC de financiamento para o governo, e beneficiariam assim também todo o setor privado, e não alguns poucos privilegiados.

A “resolução” desse debate tem grande relevância ao país, podendo ser caracterizada de ordem nacional, fundamental para que o processo de crescimento econômico se torne mais viável ao país, uma vez que pode ter implicações diretas sobre a redução do spread bancário brasileiro, o que para o setor real da economia é muito mais importante que a taxa SELIC. A questão mais importante que está “em jogo”, é se o papel do BNDES como fornecedor de crédito direcionado está atuando como estímulo ao processo de acumulação de capital no país, bem como para o crescimento econômico, ou se, pelo contrário, atua de forma não eficiente, beneficiando alguns poucos privilegiados em detrimento de muitos.

Antes de responder essa questão para o caso brasileiro, é importante entender como atua um banco de desenvolvimento no processo de financiamento, especificamente com relação ao *Funding*, e o impacto sobre o mercado financeiro. Este é o objetivo dessa monografia, e destacar o seu papel para aumento da funcionalidade do sistema financeiro. Utilizar-se-á para isso uma abordagem Pós-Keynesiana de formação e acumulação de capital, destacada pelo circuito *Finance – Investimento – Poupança – Funding* e que salienta o importante papel dos sistemas financeiros no processo de investimento e crescimento econômico. Diferentes estruturas de mercados financeiros, mas que atuaram e atuam de forma funcional a seus países também serão discutidas, assim como o caso do Sistema Financeiro

Nacional (SFN). Por fim, adotando algumas suposições e o modelo proposto por DAVIDSON (1968), procurar-se-á entender a influência dos bancos de desenvolvimento no processo de Funding.

A presente monografia encontra-se dividida em 3 capítulos, excluindo introdução e conclusão. O capítulo 1 busca expor os determinantes na teoria neoclássica para a poupança, investimento e taxa de juros assim como a teoria Keynesiana, o processo de formação de capital na abordagem Pós-Keynesiana, e ainda definir o conceito de funcionalidade para um sistema financeiro nesta abordagem em contraste com o de eficiência na abordagem neoclássica. O capítulo 2 apresenta diferentes estruturas de sistemas financeiros, os quais foram e são funcionais aos seus países, com destaque para como realizam seus processos de Funding. Neste capítulo, também se discute o SFN, descrevendo brevemente o seu histórico e formação, suas características e alguns de seus problemas para a realização do Finance e do Funding. O capítulo 3, por sua vez, procura analisar através de um modelo proposto por DAVIDSON (1968), o papel de um banco de desenvolvimento para o processo de funding e sua relação para com o mercado de capitais. Por fim, é apresentada uma conclusão destacando o caso brasileiro.

1 INVESTIMENTO, POUPANÇA E FINANCIAMENTO: UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA

Para o entendimento da visão pós-keynesiana acerca dos respectivos papéis da poupança, financiamento, investimento numa economia monetária, mais compatível com as economias do mundo real, é importante apresentar, primeiramente, os seus papéis e relações dentro da economia neoclássica. A fim de entendê-los, se faz necessário analisar os determinantes de cada um deles, e principalmente, da taxa de juros.

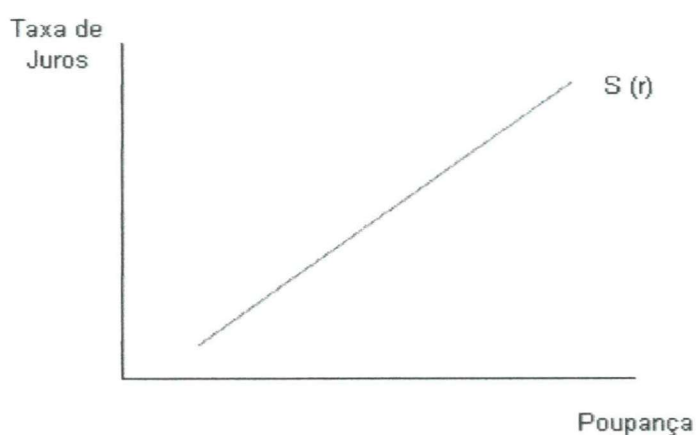
1.1 A TEORIA NEOCLÁSSICA: DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS, INVESTIMENTO E POUPANÇA

1.1.1 Investimento, Poupança e Taxa de Juros

O argumento central da visão destaca que, para que seja possível produzir maiores taxas de investimento, fundamental para o maior crescimento econômico, necessita-se que haja previamente poupança, o que tem como implicação que os agentes econômicos deixem de consumir todo o produto social, numa hipótese de economia fechada. Para a existência de poupança e posteriormente, de investimento, a abstenção do consumo² é necessária e observada como um sacrifício, que só deve ser realizada se o consumidor for recompensado pelo ato de poupar, ou seja, remunerado por uma taxa de juros. Existe, portanto, uma forte relação positiva entre poupança e taxa de juros. Esta relação é representada pelo gráfico 1.1.

² Abstenção do consumo: deixar de consumir parte da renda, reservando esta parte para o consumo futuro.

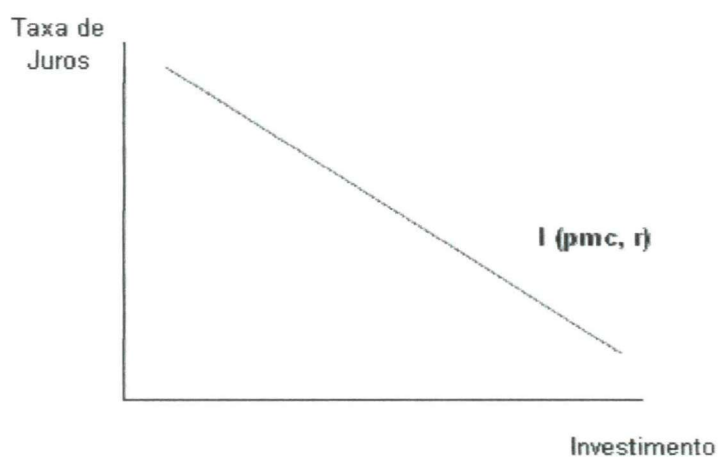
GRÁFICO 1.1 – POUPANÇA E TAXA DE JUROS



FONTE: Elaboração própria.

Diferentemente da poupança, o investimento relaciona-se com a taxa de juros negativamente, ou seja, à medida que aumenta a taxa de juros reduzem-se as possibilidades de investimento ainda lucrativas (valor estimado de acordo com a produtividade marginal do capital). O gráfico que relaciona investimento e taxa de juros é representado a seguir pela curva de demanda por capital.

GRÁFICO 1.2 – INVESTIMENTO E TAXA DE JUROS



FONTE: Elaboração própria.

O investimento no gráfico 1.2. está relacionado à produtividade marginal do capital. Esta produtividade é uma função decrescente do capital, ou seja, à medida que se adiciona mais capital, e quanto maior, portanto, o nível de investimento, a produtividade marginal do capital vai diminuindo. É essa decrescente produtividade marginal que é responsável pela resposta negativa da demanda de investimento à taxa de juros. Quanto maior o nível de investimento, menor a produtividade marginal e conseqüentemente, menor o nível de taxa de juros necessário para atender uma maior demanda.

Pode-se dizer que o processo de intermediação Financeira na visão neoclássica é, por sua vez, composto por 2 agentes, ambos maximizadores: os poupadores, que ofertam capital de acordo com as suas preferências intertemporais³ e que buscam as melhores rentabilidades e os menores riscos; e os investidores ou empresários, demandantes de capital, com funções de produção⁴ e assim curvas de produtividade marginal⁵ bem definidas, e que buscam os menores custos para o financiamento de seus projetos de investimentos.

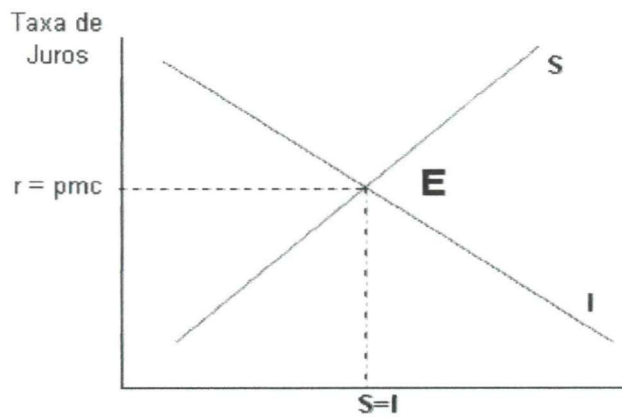
Destaca-se pela visão neoclássica, a relação entre três variáveis fundamentais: investimento, poupança e taxa de juros. O capital é por elas tratado como qualquer outro bem no processo troca (uma análise típica de oferta e demanda), e pode ser compreendido ainda como um bem de entrega futura, sendo que o importante para poupadores e demandantes (ou investidores) é o preço futuro a ser pago por este capital em relação ao preço presente (taxa de juros). Podemos representar as curvas de poupança e investimento pelas curvas de oferta e demanda por capital, que são expostas no gráfico 1.3 a seguir.

³ Preferência intertemporal: quanto se deseja poupar hoje para poderem consumir amanhã.

⁴ Função de produção: relação entre a produção de um bem e os insumos ou fatores de produção necessários para produzi-lo. Uma função de produção pode ser apresentada na forma genérica, $Q=f(L,K,t)$ onde Q é o produto, L é a força de trabalho, K é o capital e t é progresso tecnológico.

⁵ Produtividade marginal do capital indica a variação do produto em resposta a uma mudança na quantidade de capital.

GRÁFICO 1.3 – EQUILÍBRIO NEOCLÁSSICO NO MERCADO DE CAPITALS



FONTE: Elaboração própria.

O equilíbrio resultante se faz em um único ponto (E), onde demandantes e ofertantes são totalmente satisfeitos ($S=I$) e simultaneamente, seus lucros e utilidades. A taxa de juros nesse ponto equivale à produtividade marginal do capital ($r=pm_k$).

É importante entender a diferença entre a visão neoclássica em relação à clássica. Essa diferença basicamente se refere ao fato de que a economia que se refere à visão clássica, diferentemente da neoclássica, não é tratada como uma economia monetária e onde oferta e demanda de capital que se refere correspondem assim, a transferências “reais” de recursos. Para avaliar melhor as diferenças entre teoria clássica e neoclássica convém analisar as suas teorias de demanda por moeda, a saber, respectivamente: a teoria quantitativa da moeda (TQM) e a teoria dos fundos emprestáveis (TFE), desenvolvida por Wicksell.

1.1.2 – A Teoria quantitativa da Moeda Clássica, as contribuições de Wicksell e a Teoria dos Fundos Empréstáveis

Segundo a TQM (clássica)⁶, os preços variam diretamente com a quantidade de moeda em circulação, considerando a velocidade de circulação da moeda e o volume de transações de bens e serviços estáveis. Desse modo, pode-se dizer que o valor da moeda ou poder de compra varia inversamente com o nível de preços. A TQM pode ser representada pela equação:

$$M.V = P.T \quad ^7$$

ou

$$M.V + M'.V' = P.T \quad ^8$$

Sendo:

M = quantidade de moeda real em circulação;

V = velocidade de circulação em moeda;

M' = total de depósitos sujeitos a transferência de cheque (bancários);

V' = velocidade de circulação correspondente a M';

P = preços correspondentes dos bens e serviços;

T = quantidade de transações físicas de bens e serviços;

A TQM considera que, no equilíbrio de longo prazo, o volume dos bens transacionados é determinado ao nível de sua plena capacidade por forças reais. Adotando a Lei de Say de que “toda oferta cria sua própria demanda” e assim, que toda produção gera o poder de compra correspondente, impossibilitando a ocorrência de insuficiência de demanda, o produto y (que pode ser entendido como substituto para o volume total de transações T), estará à longo prazo ao nível de

⁶ A TQM foi sendo formulada desde o séc. XVIII e na sua versão que foi popularizada por Irving Fisher adota como premissa a identidade entre o total de pagamentos em moeda e o total de bens e serviços transacionados. (CARVALHO, 2000, p. 23).

⁷ “O *lado direito* da equação – correspondente aos bens e serviços transacionados – é composto pelas quantidades de transações de bens e serviços trocados multiplicados pelos seus respectivos preços, num determinado período de tempo. O *lado esquerdo* – correspondente ao total de moeda multiplica por sua velocidade de circulação. A equação de troca representa uma aplicação da contabilidade de partidas dobradas, em que cada transação é registrada simultaneamente em ambos os lados da equação” (CARVALHO, 2000, p.23)

⁸ A equação com a inclusão dos depósitos bancários, que Fisher denominou de crédito circulante e que não perturba a relação quantitativa entre moeda e preços segundo o mesmo autor, dado que este (M') é normalmente mais ou menos um múltiplo de M.

pleno emprego. Com relação ao papel da moeda, a TQM revela que, mantidos V e T constantes, todo aumento na quantidade de moeda M acarreta um aumento na mesma proporção no nível de preços P . A moeda assim não exerce influência sobre variáveis reais à longo prazo, como emprego e renda, uma vez que todo aumento na oferta é transferido aos preços. A TQM é devido a esse fato, também considerada como uma teoria de inflação ou deflação, que enxerga que a moeda é apenas um meio de troca, usado entre recebimentos e pagamentos.⁹

Para evitar a inflação ou deflação, a oferta de moeda deveria crescer de modo suave ao longo do tempo para satisfazer as necessidades da economia de acordo com o crescimento da renda real. Um aspecto a se considerar na TQM é assim, da visão clássica, é a que esta omitia a existência bancos e de depósitos criados pelos empréstimos, pois adota a hipótese de uma economia de moeda pura.

Wicksell¹⁰, um autor neoclássico de grande importância, foi quem tentou superar essa teoria antiquada adotando uma hipótese de uma economia mais realista (economia mista de moeda-crédito) do que a economia clássica. Em economias modernas, os depósitos à vista constituem cada vez mais, os principais meios de pagamento, correspondendo estes a moeda bancária. O processo cumulativo desenvolvido por Wicksell constitui uma apresentação mais refinada em relação à TQM, uma vez que considera tanto mecanismos diretos e indiretos de transmissão monetária.¹¹ Segundo esse processo, os movimentos nos níveis de preços seriam causados pelas diferenças entre a taxa de juros de empréstimos (ou de mercado) e a taxa natural de juros.

A taxa natural de juros, segundo Wicksell, é a taxa que iguala ex-ante¹² a poupança desejada com o investimento planejado a pleno emprego (correspondente ao rendimento marginal esperado para unidades novas de capital físico), enquanto a

⁹ A inflação ou deflação é resultado de desvios na oferta de moeda de seu nível de equilíbrio de longo prazo.

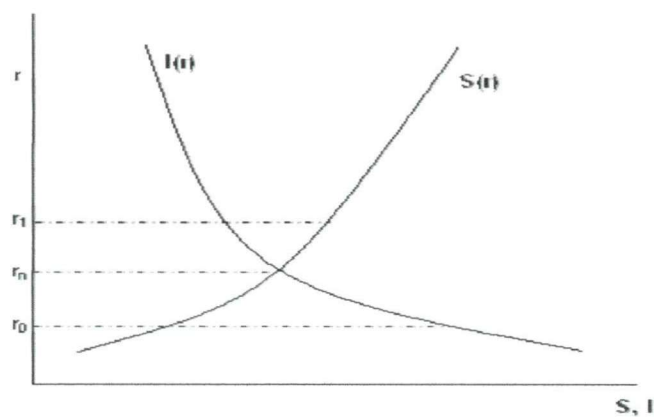
¹⁰ "Wicksell, Knut.: Economista sueco (1851-1926) foi um dos precursores da teoria econômica contemporânea ao tentar romper os limites estreitos do marginalismo com um retorno a abordagem macroeconômica em sua teoria do equilíbrio monetário. Sua obra é considerada a melhor síntese e exposição da economia marginalista." (SANDRONI, 1994, p. 373).

¹¹ Segundo CARVALHO (2000, p. 28): "Por *mecanismo direto* referimo-nos ao efeito do aumento da oferta de moeda *diretamente* sobre a demanda de bens. (...) Já o *mecanismo indireto* se apoia no reconhecimento da existência de uma relação entre a demanda por moeda (e sua velocidade) e a taxa de juros, na qual um aumento (diminuição) na oferta de moeda reduz (aumenta) primeiro a taxa de juros, elevando-se depois a demanda por bens, causando então um aumento (diminuição) do nível de preços".

¹² Ex-ante: é uma expressão que se aplica às quantidades de investimento, poupança e consumo planejadas como ação para um período que se inicia (SANDRONI, 1994, p. 131).

taxa de juros de empréstimo ou de mercado é a cobrada pelos bancos em suas transações no mercado de crédito. No processo cumulativo, a diferença entre estas duas taxas é que seria responsável por afetar o equilíbrio monetário, causando impactos no nível de preços. Estes impactos continuariam até que se restaurasse o equilíbrio, ou seja, até quando os preços variassem o suficiente, de modo a coincidir as duas taxas novamente. A determinação da poupança e do investimento segundo o processo cumulativo de Wicksell, além de depender das variáveis, propensão a poupar e produtividade marginal do capital, passam também a sofrer influência da taxa de juros de empréstimo. É o valor da diferença dessa taxa de empréstimos em relação a natural, que também é mutável ao longo do tempo, que determinaria se a economia encontra-se ou não em equilíbrio. O gráfico 4 descreve essas relações.

GRÁFICO 1.4 – DETERMINANTES POUPANÇA E INVESTIMENTO



FONTE: Elaboração própria.

A partir das idéias de Wicksell que se desenvolveu o que ficou conhecido como Teoria dos Fundos Empréstáveis (TFE), que representa uma sofisticação da teoria neoclássica e é utilizada como explicação para a determinação da taxa de juros de empréstimo nos mercados de capitais em economias com sistemas bancários. Segundo a TFE, a taxa de juros de empréstimo é o resultado da relação entre os fluxos de demanda e a oferta dos fundos de empréstimos, constituindo-se na rentabilidade que o capital proporciona a quem o possui (produtividade do capital). A oferta e demanda por fundos de empréstimo é determinada no mercado

de crédito e depende assim respectivamente, da propensão a poupar e da produtividade marginal do capital, em resumo, das decisões de poupança e investimento.¹³

Em relação à TQM, a TFE desenvolvida pelos neoclássicos avança nos seguintes sentidos: a transmissão das variações do estoque de moeda sobre os preços ocorre indiretamente via taxa de juros e não mais diretamente via demanda de bens¹⁴; e a taxa de juros passa a ser determinada através do mercado de fundos, pela oferta e demanda de crédito. Mas, da mesma forma que a teoria clássica, a teoria neoclássica estabelece que o investimento é financiado pela poupança e que existe apenas uma taxa de juros de equilíbrio que ajusta os níveis de poupança e investimento.

Ainda com relação à TFE, um ponto de grande importância é que ela avança sobre a teoria clássica¹⁵, pois nela considera-se que os bancos podem afetar a quantidade de fundos emprestáveis disponíveis para investimento (a oferta de fundos), uma vez que são capazes de criar depósitos e também comprar o excesso de títulos Financeiros emitidos pelas empresas. Vale ressaltar que a demanda por esses títulos e obrigações Financeiras é determinada também pelas decisões de poupança e esta, por sua vez, influenciada pelo nível da taxa de juros. Esta taxa de juros, por sua vez, deve buscar um nível compatível entre poupadores, que são recompensados pelo seu sacrifício, e investidores, que estariam dispostos a pagar pelo empréstimo do capital. Como tanto para teoria clássica e neoclássica, toda decisão de investimento exige uma contrapartida antecipada de poupança, têm-se assim o comportamento dos poupadores como a condição a ser “atacada” para a realização de investimentos.

¹³ Para maiores detalhes, ver CARVALHO, F.J.C. de. et al. **Economia Monetária e Financeira**, 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

¹⁴ Pelo mecanismo direto, ou seja, quando a maior oferta monetária aumenta o poder de compra e a demanda por bens e serviços. Como o produto se encontra em seu máximo, esta maior demanda faz os preços subirem.

¹⁵ A qual omite a presença de um sistema bancário.

1.1.3 – Mercados de Capitais Eficientes

Para a promoção dos investimentos necessários as economias ou do processo de acumulação de capital, destaca-se pelo argumento neoclássico, três importantes etapas: a primeira é abstinência de parte da renda para ser destinada a poupança; a segunda, é a canalização desta poupança de modo a torná-la parte da oferta de fundos emprestáveis; e por fim, a terceira é o efetivo repasse desses recursos ao investimento. Aos sistemas Financeiros e bancário em especial, pode-se dizer que se resume o papel de mero intermediário entre os poupadores e investidores. Esta visão é salientada por STUART (1995) como “*The Established View*” (A visão convencional) e apresenta desdobramentos sobre as economias em desenvolvimentos, conhecidos como: o argumento da poupança prévia (*prior savings argument*) e a Hipótese de repressão Financeira.

O argumento da poupança prévia tem como hipótese o fato de que a poupança e o investimento são determinados independentemente no mercado de capitais sendo a taxa de juros a variável de ajuste. Uma segunda hipótese é um mercado de capitais em concorrência perfeita capaz de alocar de maneira ótima poupança e investimento. Por fim, uma terceira hipótese é o fato de que apesar da possível volatilidade no curto prazo, os preços dos recursos só iriam variar no longo prazo em razão da mudança nos fundamentos dos emissores destes recursos. Portanto, se trata de uma economia Walsariana¹⁶, onde há distribuição completa de informações, de modo que qualquer poupador é capaz de alocar sua poupança de maneira ótima, de acordo apenas com suas preferências intertemporais. As instituições Financeiras têm, conseqüentemente, dadas estas hipóteses, um papel limitado, cabendo a elas corrigir as imperfeições e garantir a soberania e manutenção das forças de mercado. A questão do financiamento é aqui secundária uma vez que o mercado de capitais é sempre capaz de satisfazer as necessidades de financiamento da economia.

Essa análise baseia-se no conceito adotado pelos clássicos e neoclássicos de eficiência, definida como uma eficiência alocativa, na qual o estado de equilíbrio é

¹⁶ Economia Walsariana: associado à doutrina *laissez-faire*, onde existiria distribuição completa de informações e equilíbrio em todos os mercados. Assim, os poupadores alocariam otimamente o capital de acordo apenas com suas preferências intertemporais e em relação ao retorno conhecido e esperado dos projetos de investimento.

associado à produção ótima (ótimo de Pareto). Sobre essa alocação MAS-COLLEL¹⁷ (1995, apud SOBREIRA, 2005, p. 60) diz: “Uma alocação que é ótima no sentido de Pareto utiliza os recursos iniciais da sociedade e as possibilidades tecnológicas eficientemente no sentido de que não existe nenhum modo alternativo de organizar a produção e a distribuição de bens que melhore a posição de alguns consumidores sem piorar a posição de outros.”

Esse conceito de eficiência é aplicável a todos os tipos de mercados, inclusive Financeiros, e claramente é um conceito que privilegia os aspectos microeconômicos para a obtenção dessa eficiência ou equilíbrio. A medida de eficiência em relação aos sistemas Financeiros na teoria neoclássica baseia-se no paradigma dos mercados de capitais competitivos, onde ocorreria que o capital sempre seria alocado otimamente e onde assim, o papel da intermediação de poupança sobre investimento torna-se completamente dispensável. Isso porque, teriam os poupadores informações plenas a respeito da qualidade (e retorno) dos projetos de investimento disponíveis, assim como estariam livres de indivisibilidades e fricções e formariam, por fim, seus portfólios de acordo apenas com suas preferências de retorno e risco. Nas palavras de LEWIS (apud SOBREIRA, 2005, p. 62):

em um mundo ideal de mercados de capitais completos e perfeitos, com informação plena e simétrica entre todos os participantes do mercado, as decisões econômicas não dependem em absoluto da estrutura Financeira (...). Todos os potenciais benefícios da introdução dos bancos e da intermediação Financeira são eliminados por hipótese porque cada parte na transação é completamente informada e honesta acerca do ambiente e fricções e indivisibilidades não existem.

Visando um maior adequamento a realidade e ao papel dos bancos e sistemas Financeiros, novos modelos surgiram, tendo pelo menos o relaxamento de um dos pilares que se apoiava a hipótese dos mercados competitivos. Os modelos que surgiram são de 2 tipos: neoclássicos, que leva em consideração o fato dos mercados de capitais não serem livres de fricções e indivisibilidades; e os modelos da nova economia monetária, que relaxam a hipótese de informação plena e completa. Os dois, no entanto, preservam o argumento de precedência de poupança. Segundo os últimos, os bancos e/ou intermediários Financeiros são

¹⁷ MAS-COLLEL, Andreu. **Microeconomic Theory**. New York: Oxford University Press, 1995.

responsáveis, além de desempenharem sua função de intermediador de poupança e administrador de portfólio (em nome dos poupadores), por desempenhar vários papéis informacionais (SOBREIRA, 2005, p. 62).

A questão da informação torna-se assim, de grande relevância, imprescindível a poupadores e intermediários Financeiros que as utilizam para identificar as melhores oportunidades de investimento existentes. Ela é identificada com a questão da eficiência em várias análises convencionais. CARVALHO (2000, p. 388), por exemplo, considera que: “um mercado Financeiro eficiente, no sentido neoclássico, é um mercado competitivo onde há plena distribuição de informações entre poupadores, investidores produtivos e intermediários Financeiros.” O papel do sistema Financeiro estilizado na visão convencional (neoclássica) é assim apenas de *lôcus* ou de um intermediário passivo, incapaz de determinar o volume e a qualidade dos fundos de financiamento do investimento. Sua eficiência se relaciona à sua capacidade de distribuir informações entre os “verdadeiros atores” no mercado Financeiro: investidores produtivos e poupadores (CARVALHO, 2000, p. 388).

Os bancos passam nesses modelos, a terem funções mais realistas, além de suas funções de mero administrador ou intermediário Financeiro, como um agente a corrigir as imperfeições presentes nos mercados Financeiros. E o papel dos sistemas Financeiros, em resumo, apresenta-se como o da intermediação entre poupadores e investidores num mundo com informações incompletas e/ou outras falhas, como o risco moral e seleção adversa (para maiores informações ver CARVALHO¹⁸). Assim, mesmo segundo os modelos neoclássicos mais realistas, ao mercado de capitais e as instituições Financeiras, reservam-se o papel, respectivamente, de *lôcus* e dos agentes financeiros onde a intermediação de capital é realizada.

1.1.4 – Repressão Financeira: O Modelo Shaw-Mckinnon

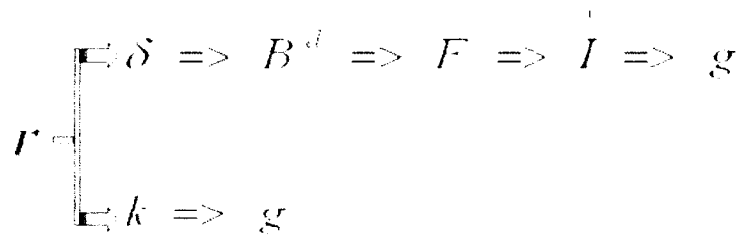
Considerado o papel dos sistemas Financeiros, o caminho para o crescimento e o desenvolvimento econômico nesta visão convencional é claramente o estímulo à

¹⁸ CARVALHO, F.J.C. de et al. **Economia Monetária e Financeira**. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

poupança, e para isso, o meio freqüentemente pregado é a manutenção de taxas de juros reais elevadas, além de meios para uma melhor distribuição de informações. Insere-se aqui a importância da “hipótese da repressão Financeira” para os países em desenvolvimento (LDCs) destacada pelos neoclássicos.

A hipótese de repressão Financeira sustenta que os mercados Financeiros em LDCs são subdesenvolvidos por causa da repressão histórica sobre as taxas de juros pelos seus governos. Mantendo essas taxas em patamares abaixo do valor da taxa de equilíbrio, esses países não incentivam a poupança e assim, poupadores preferem consumir e/ou comprar ativos de prazos mais curtos. Dado os baixos níveis de poupança, essas economias encontram dificuldades para satisfazer suas demandas por financiamento (uma vez que se adota a hipótese de poupança-prévia representada pelo seguinte circuito: POUPANÇA-FINANCIAMENTO-INVESTIMENTO), e até mesmo seus governos, uma vez que desejam manter níveis de investimento/poupança elevados e o processo de crescimento em si, tem de recorrer a outras formas de financiamento, como o auto-financiamento através dos lucros retidos, o financiamento externo e como é o caso em muitos países em desenvolvimento, o financiamento inflacionário. A repressão Financeira pode ser visualizada também no gráfico 1.4 pelo ponto r_0 , que faz com que a demanda (investimento) seja maior que a oferta (poupança). Com r_0 menor que a taxa de equilíbrio (r_n) reduz-se a taxa de crescimento da economia. Essa redução pode ser entendida pela representação analítica do modelo Shaw-Mckinnon¹⁹. O gráfico 1.5 apresenta essa representação.

GRÁFICO 1.5 - REPRESENTAÇÃO ANALÍTICA DO MODELO SHAW-MCKINNON



FONTE: BASÍLIO (2004).

¹⁹ Para maiores detalhes e entendimento, ver: BASÍLIO, Flávio. **Crescimento, Vulnerabilidade, Poupança Externa**: análise do debate macroeconômico brasileiro. 2004. Monografia (Tese de Monografia) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2004.

Sendo que: δ equivale à poupança, B^d a demanda por títulos dos poupadores, F corresponde ao financiamento, I' a taxa de investimento (I/Y), k a relação capital-produto (K/Y) e finalmente g que se refere à taxa de crescimento.

A primeira linha do circuito se refere à esfera Financeira enquanto a segunda à produtiva. Sob a hipótese de repressão Financeira ($r < r_n$), podemos perceber que a taxa de crescimento será menor que a desejada e potencial por dois motivos: primeiro, por que a menor taxa de juros reduz a poupança, a demanda por títulos, a oferta de financiamento e consequentemente a taxa de investimento; e segundo, por que dada à relação inversa entre a taxa de juros real e a relação capital-produto (k), uma menor taxa de juros gera um maior k , ou seja, passa a se necessitar de um capital mais elevado para variar o produto na mesma proporção.

1.2 A ECONOMIA MONETÁRIA DE KEYNES E A CRÍTICA A TEORIA CLÁSSICA DO JURO

O contraponto dessa teoria que prioriza o papel da poupança é a chamada visão keynesiana, expressa principalmente na obra magna de John Maynard Keynes, A TEORIA GERAL DO EMPREGO, DOS JUROS E DA MOEDA. Nessa obra defende-se a idéia de que a poupança não constitui um pré-requisito ao investimento, e sim de que esta é um fluxo de rendimentos simultâneo ao investimento e é assim por ele determinada, sendo o seu resultado numa economia caracterizada como monetária ou empresarial. Entende-se como uma economia empresarial uma economia onde os meios de produção são possuídos privadamente, de forma que a produção é organizada por uma classe que busca lucro contratando trabalho (STUDART, 1995, p. 45).

O ponto de partida da teoria keynesiana é o “princípio da demanda efetiva”, segundo a qual são as decisões de gastos que, principalmente os que se caracterizam como investimentos, determinam o ritmo da atividade econômica. A

teoria da demanda efetiva é utilizada para substituir a Lei de Say²⁰ afirmando que o investimento é a *causa causans* na determinação da oferta da produção, renda, emprego e ainda poupança. Assim, a visão keynesiana foca o lado da demanda por investimentos diferentemente da visão clássica e neoclássica que observa o lado da oferta, dos poupadores. Para defender seu argumento a favor de uma visão que vê a poupança como resultado e não condição ao investimento, e colocando na ênfase o financiamento, Keynes primeiramente critica a visão clássica.

Os principais pontos da crítica foram à rejeição de Keynes as premissas observadas na visão clássica de: neutralidade da moeda, substituição dos bens e previsão dos acontecimentos futuros com base apenas em eventos e dados passados. Em vez destas Keynes destacou como características de uma economia monetária real: o papel da moeda, que é vista não apenas como meio de troca, mas também como reserva de valor, importando tanto no curto prazo quanto no longo, e assim influenciando nas decisões reais de investimento e produção, afetando níveis de emprego e renda por sua vez.

Outra crítica importante de Keynes foi à Teoria dos Fundos Empréstáveis. Para substituir ela, Keynes desenvolveu a chamada “Teoria da Preferência pela Liquidez”²¹, onde a taxa de juros é vista como sendo a recompensa por abrir mão da liquidez; ela é a recompensa por não “guardar”, não entesourar o dinheiro e aplicar em outros ativos que não a moeda. A sua determinação é, em resumo, um fenômeno monetário, determinado pela oferta e demanda por moeda, que envolvem a preferência pela liquidez dos agentes e a política das autoridades monetárias, e não um fenômeno explicado por fatores como preferências intertemporais e a produtividade marginal do capital – que determinavam a propensão a poupar e a demanda por investimentos como postulavam os clássicos. Com relação a

²⁰ “Lei de Say: Estabelece que a oferta cria sua própria demanda, impossibilitando uma crise geral de superprodução. De acordo com esse conceito a soma dos valores de todas as mercadorias produzidas seria sempre equivalente à soma dos valores de todas as mercadorias compradas. (...) Em consequência, a economia capitalista seria perfeitamente auto-regulável, não exigindo a intervenção estatal. (...) Keynes questionou seriamente a sua validade nas condições econômicas do mundo moderno. Rigorosamente, a lei aplicar-se-ia a uma economia baseada no escambo, isto é, uma economia não-monetária. Nas condições modernas, contudo, a intermediação da moeda cria sempre a possibilidade de se adiar decisões de compra, portanto, interrompendo as vendas, o que causa uma retração de demanda, que pode resultar numa crise econômica” (SANDRONI, 1994, p.190-191).

²¹ A Preferência pela Liquidez nada mais é do que a expressão da demanda por flexibilidade que todos temos frente a futuros incertos. Se não sabemos o que o futuro incerto nos trará, a posse de riqueza na forma líquida (e a moeda é a mais líquida das formas de riqueza) acalma nossa inquietação (CARVALHO, 2003, p. 9).

preferência pela liquidez, entende-se que esta é responsável pela quantidade de moeda que o público deseja reter dado uma certa taxa de juros e determinado ambiente econômico.

Keynes apresenta vários motivos em sua T.G. para se demandar moeda ao invés de ativos, que não serão tratados detalhadamente aqui, são eles: o motivo transação, que se refere a uma retenção de moeda para realização de ato de compra em dado período; o motivo precaução, retenção para atender a despesas inesperadas ou oportunidades de negócio vantajosas que venham a surgir; e motivo especulação, cuja retenção relaciona-se à incerteza presente nas variações da taxa de juros.

Posteriormente, em outros trabalhos, reconhecendo que a TG era incompleta, Keynes introduz um outro motivo, o motivo Finance, que será descrito a seguir e se refere a uma demanda de moeda para financiar o investimento produtivo. Mais especificamente, pode-se dizer que ele refere-se à demanda por moeda para cobrir o período entre a decisão de investir e o momento em que ele ocorre. Ele é uma etapa onde ocorre uma retenção de fundos provisória por parte de empresas, investidores, pois o dinheiro logo retorna a circulação assim que as máquinas e equipamentos são comprados e ocorre efetivamente o investimento. Então, por fim, esses recursos voltam para os bancos, caracterizando um fundo rotativo.

A obtenção de meios de pagamento (Finance) é a condição primeira para o processo de investimento. Assim, Keynes recusa a idéia de que são os poupadores que financiam o investimento. A poupança na sua visão é entendida como um fluxo de renda (não-consumido) em dado período enquanto o financiamento (Finance) se caracteriza como reserva de parte do estoque de moeda em circulação. Este não utiliza renda de modo algum e assim, é um problema que deve ser resolvido no sistema monetário, e não na interação entre investidores e poupadores (CARVALHO, 2003, p. 2-3).

Para obter financiamento (Finance) a seu projeto de investimento a empresa dispõe de vários canais, auto-financiamento ou financiamento através dos lucros retidos de vendas passadas, venda de ativos, ou ainda endividamento junto a terceiros. Destes últimos destaca-se o endividamento através do sistema bancário, cuja consequência é a criação de meios de pagamento. Um sistema bancário capaz de atender as demandas de crédito que lhe são colocadas, ou seja, um sistema

elástico é de grande importância para garantir às demandas crescentes por meios de pagamento que processos de crescimento e desenvolvimento trazem. A criação de novos meios de pagamento deve acompanhar a expansão de investimento e renda para garantir que a taxa de juros não se eleve em razão das maiores pressões de liquidez e que assim, não se reduza o processo de crescimento.

Criar meios de pagamento é, no entanto, apenas o primeiro passo para viabilizar o processo de investimento da melhor maneira possível. Como os investimentos produtivos frequentemente têm o caráter de longo prazo, ou seja, os ativos apresentam maturação elevada, se torna importante para os investidores que o perfil de suas dívidas seja compatível com o perfil de amortização dos ativos de investimento. É, portanto, importante uma outra etapa, o Funding, onde ocorra a transformação das obrigações, créditos iniciais, geralmente de curto prazo, necessários ao início do processo de investimento, em obrigações de caráter mais compatível com o retorno dos seus ativos. As etapas de Finance e Funding, bem como a importância de um sistema Financeiro funcional são apresentadas a seguir.

1.3 O PROCESSO DE FORMAÇÃO DE CAPITAL NA ÓTICA PÓS-KEYNESIANA

Para melhor compreensão do processo de investimento e acumulação de capital numa economia monetária, os pós-Keynesianos desenvolveram o que chamaram de circuito FINANCE – INVESTIMENTO – POUPANÇA – FUNDING. O circuito destaca o papel das instituições e os seus papéis respectivos para a maior funcionalidade dos sistemas Financeiros, podendo ser resumido em 4 etapas segundo STUART (1995-1996):

1. Finance: crédito bancário de curto prazo concedido à compra de bens de produção necessários ao processo de produção;
2. Investimento: a efetiva compra dos bens de produção;
3. Poupança: formada como resultado do processo multiplicador da renda, que teve origem no aumento do investimento, sendo igual a este ($S=I$).
4. Funding: Troca de títulos de curto prazo (CP) por obrigações de longo prazo (LP), compatíveis com a maturidade de seus investimentos.

O financiamento do investimento segundo KEYNES citado por STUDART (1995-1996, p. 278) é, portanto, em um mundo de incertezas, caracterizado como um processo duplo com as etapas de Finance e Funding, onde:

The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term Finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. Occasionally, he may be in a position to use his own resources or to make his long-term issue at once; but this makes no difference to the amount of "Finance", which has to be found by the market as a whole, but only to the channel through which it reaches the entrepreneur and to be the probability that some part of it may be found by the release of cash on the part of himself or the rest of the public. Thus it is convenient to regard the twofold process as the characteristic one (KEYNES, 1937, p. 217).

O empresário, portanto, necessita tanto do Finance e do Funding e mesmo que ele esteja em condições de realizar o mínimo possível de empréstimo, em relação ao financiamento como um todo para a economia, esses são etapas básicas para o Sistema Financeiro no processo de acumulação de capital.

A importância do Finance – expansão de crédito da economia – é descrita por STUDART (1995-1996, p. 277, tradução nossa) “não como uma anomalia que cria desequilíbrios cumulativos (na forma de inflação ou poupança forçada): ele é um dos mais importantes meios pelo qual uma economia monetária pode acumular e crescer.” O papel do sistema bancário (bancos comerciais) na etapa de Finance é conseqüentemente, essencial, uma vez que o seu mau funcionamento, o atendimento inadequado às demandas de crédito, não acaba com o equilíbrio entre a poupança e o investimento, mas sim provoca uma grande falha no sistema de crédito, reduzindo a capacidade de crescimento da economia, pois reduzem-se as taxas de investimento e poupança respectivamente. Ainda com respeito ao Finance, CARVALHO (2003, p. 9) salienta:

o financiamento de aquisição (Finance), disparador do processo de investimento, pode ser muito menor que o valor do investimento desejado (e, conseqüentemente, da poupança que será gerada) porque seu papel é iniciar outro processo, o de geração de renda da qual sairá a poupança que, em última análise, direta ou indiretamente, proverá o Funding necessário para a empresa manter consigo os ativos recém-criados.

O Funding corresponde à segunda etapa do financiamento, e nesta, segundo o circuito descrito posteriormente, a poupança é relevante, pois esta o precede. Ele é feito, sobretudo, através da emissão de papéis (ações ou títulos de dívida) no

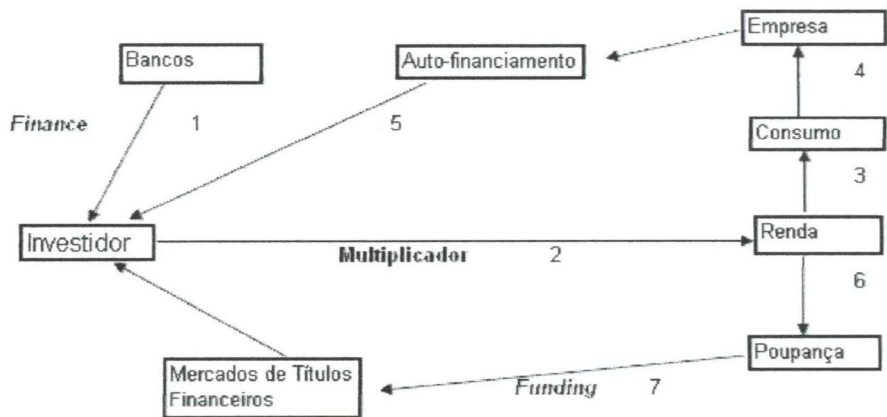
mercado Financeiro por parte das empresas com o objetivo de captar dinheiro para cobrir seus passivos de curto prazo (CP) feitos anteriormente. A existência e a boa realização do processo de Funding acarretam dois aspectos positivos para o sistema Financeiro e a economia como um todo. São eles:

- o microeconômico: como empreendedores e banqueiros desejam financiar obrigações de longo prazo em condições estáveis devido à incerteza econômica com relação ao crédito e taxas de juros, o Funding atua no sentido de reduzir o risco de ambos, tomadores e emprestadores;
- o macroeconômico: ele atua reduzindo a fragilidade Financeira²² das economias em crescimento.

Entendidas as etapas de Finance e Funding pode-se o processo de formação de Capital na ótica keynesiana ser representado através da seguinte estilização, o circuito Finance-Investimento-Poupança-Funding. Este se caracteriza, em resumo, como um processo onde o investidor capta recursos de curto prazo junto a um banco comercial e utiliza-os para viabilizar um projeto de investimento (em sua maioria com maturação elevada) ou produzir bens de capital, posteriormente esse investimento gera uma renda e uma poupança em igual volume. A renda criada é destinada ao consumo e constitui-se em outra importante fonte de financiamento para as outras firmas, o autofinanciamento. A poupança, por sua vez, é destinada ao Funding por meio do mercado Financeiro (FORMOSO, 2005, p. 41). A visualização gráfica desse circuito é representada a seguir.

²² A fragilidade financeira é especificada ainda nessa seção.

GRÁFICO 1.6 – CIRCUITO *FINANCE-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING*



FONTE: CARVALHO (2000).

Cabe aqui uma importante observação, a saber: que os termos Finance e Funding como descritos acima surgiram com base nos sistemas Financeiros americano e inglês, que são sistemas baseados no mercado de capitais conforme será visto no capítulo 2. Assim o circuito destaca o processo de acumulação que ocorre com base nesses sistemas, e a funcionalidade²³ destes ao crescimento e desenvolvimento estará intimamente ligada ao bom desempenho das funções destes dois itens. Em outras palavras, impõe-se a necessidade de um Sistema Financeiro que seja capaz de atender as demandas por liquidez das firmas empreendedoras com projetos de investimento, fornecendo o Finance e Funding adequados.

Ainda com relação ao circuito descrito, que tem base na teoria Keynesiana, evidencia-se o fato que a restrição primeira ao processo de investimento e crescimento é a oferta de Finance, que o volume de poupança seria determinado pelo investimento e aí sim sua importância se daria na forma em que esta é alocada em ativos de diversas maturidades como a moeda, que corresponde ao limite mínimo de maturidade e máximo de liquidez, ou como os títulos e obrigações de longo prazo emitido por empresas empreendedoras, caracterizando o Funding, restrição segunda. Resumidamente, o que financia o investimento produtivo é a disponibilidade de liquidez e não a poupança agregada.

²³ O conceito de funcionalidade é apresentado ainda nessa seção.

A poupança não pode ser considerada um indicador adequado para representar a capacidade de financiamento do investimento produtivo por 3 motivos:

- i) apenas uma parcela desta poupança se destina a financiar empreendimentos – ao funding - (diferença entre a poupança agregada e a preferência pela liquidez dos agentes econômicos²⁴);
- ii) esta parcela agregada direcionada ao investimento é instável em razão da dependência pelas preferências por liquidez dos agentes, que variam frente às incertezas da economia;
- iii) a capacidade de financiamento de uma economia não é limitada pelo seu volume de poupança agregada, pois há a possibilidade de converter papel-moeda, depósitos e títulos de curto prazo em fundos para empréstimos de longo prazo, ou seja, para o Funding (HERMANN, 2003 apud FORMOSO, 2005, p. 44).

Apesar do fato de o financiamento ser independente da poupança prévia nada garante que o processo de crescimento seja sustentável apenas por uma perspectiva Financeira, ou seja, apenas através do Finance. Processos de crescimento baseados apenas na expansão de crédito aumentam a fragilidade Financeira das economias. Segundo STUART (1995, p. 54) sobre essa fragilidade Financeira:

a growing market economy is inherently more fragile. First, borrowing from banks to Finance investment increases short-term indebtedness. Firms' capacities to repay with their own cash flows have to wait until their investment projects mature and their productive capacities expand. Therefore, a bank-Financed expansion leaves the corporate sector in a more vulnerable financial position. Second, in increasing the supply of investment Finance banks are reducing further their margin of safety. In other words, both firms and banks are augmenting the vulnerability of their businesses and, potentially, their dependence on alternative sources of liquidity.

A fragilidade Financeira não limita o crescimento, mas pode interromper o processo. Além disso, esta pode ser mitigada através de mecanismos para o Funding, que acontecerá de acordo com o tipo de estrutura Financeira presente no país. Cabe observar que independentemente de qual seja este tipo, o mais

²⁴ Essa preferência por liquidez faz que os poupadores, detentores da riqueza, prefiram alocar seus recursos em formas líquidas de ativos, a saber, dinheiro, ao invés de reterem outros tipos de ativos, fundamentalmente para as empresas realizarem o funding. Para maiores detalhes, ver DAVIDSON (2002).

importante é que o sistema Financeiro seja funcional ao processo de investimento e desenvolvimento econômico.

O conceito de funcionalidade é mais abrangente que o de eficiência, pois pela perspectiva pós-Keynesiana, sistemas Financeiros têm mais que o papel de meros intermediários entre poupadores e investidores, eles criam poupança (através do Finance) e também são responsáveis por alocar essa poupança (Funding). Os dois papéis são de grande importância ao crescimento de uma economia empresarial. STUDART (1995, p. 64) sugere que “considerando que nem a disponibilidade de Finance nem a existência de mecanismos de Funding podem ser garantidas pelas forças puras da livre competição, o significado de eficiência aqui deve ter violentamente uma conotação diferente”. Para salientar esta diferença, passamos a adotar outro termo: funcionalidade.

Portanto, para que sejam considerados funcionais ao desenvolvimento econômico, sistemas Financeiros e suas instituições, salienta STUDART (1995-1996, p. 284), devem ampliar o uso de recursos existentes de uma economia ao custo mínimo e com o menor aumento possível da fragilidade Financeira e outros desequilíbrios que possam, por motivos puramente Financeiros, atrasar ou impedir o processo de crescimento. Essa funcionalidade apresenta duas dimensões distintas, a macroeconômica e a microeconômica.

A dimensão macroeconômica refere-se à estabilidade do sistema Financeiro com a estrutura Financeira devendo ser julgada pela sua “performance” nas funções de Finance e Funding, no fornecimento adequado de financiamento para um crescimento sustentável. Pela dimensão microeconômica, a funcionalidade é relacionada com a habilidade que a estrutura tem de disponibilizar o Finance e o Funding aos investidores ao menor custo possível, além de prover capital aos investimentos que promovam as perspectivas nacionais de desenvolvimento (cf. STUDART, 1995-1996, p. 285). Percebe-se que essas duas dimensões estão claramente relacionadas a sistemas Financeiros baseados no mercado de capitais, que possuem, portanto, as etapas de Finance e Funding, independentemente de a realizarem ou não funcionalmente. A funcionalidade total, ou seja, ao crescimento e desenvolvimento econômico de um sistema Financeiro, entretanto, pode ocorrer sem que a economia apresente mecanismos desenvolvidos de Funding, entendido este especificamente como a transformação de maturidades dos títulos de dívida.

Esse é o caso de sistemas Financeiros baseados em crédito, como o do modelo alemão, que apesar de não possuir mecanismos desenvolvidos de Funding, seu sistema encontrou outras formas de realizar a consolidação dos projetos de investimentos e foi extremamente funcional a recuperação da sua economia e ao crescimento no pós-guerra.

Destaca-se um outro ponto com relação às duas dimensões de funcionalidade, independente da estrutura Financeira em que sejam baseadas, duas observações: a primeira é que elas podem ocorrer separadas, ou seja, um sistema Financeiro pode ter mecanismos de Finance e Funding desenvolvidos, no entanto ainda apresentar elevado custo de intermediação no processo – ter funcionalidade macroeconômica, mas não microeconômica – e pode da mesma forma, ocorrer o contrário, o sistema apresentar uma alta sofisticação tecnológica e consequentemente cada vez mais baixos custos de intermediação, ou seja, tendo funcionalidade microeconômica, mas, entretanto, ainda não sendo funcional macroeconomicamente.

No caso brasileiro é evidente a não funcionalidade em termos macroeconômicos do sistema Financeiro nacional, já com relação à funcionalidade micro a discussão é mais controversa. Existem estudos²⁵, no entanto, que demonstraram que com relação aos custos do Sistema Financeiro Nacional (SFN), têm-se verificado uma crescente evolução. Há também, portanto, muitos indícios de não funcionalidade microeconômica.

A segunda observação se relaciona à funcionalidade macroeconômica, a saber: nada garante que mecanismos apropriados de Finance e principalmente, de Funding venham a se desenvolver espontaneamente no processo de desenvolvimento econômico, principalmente quando este ocorre rapidamente. O motivo é que as instituições Financeiras (IFs), principalmente os bancos, irão, em virtude de suas respectivas estruturas de passivo, preferir realizar o Finance sempre com a menor prazo possível. Assim, como em economias de rápido crescimento há uma pressão constante sobre o Finance, as IFs podem crescer lucrativamente

²⁵ Um exemplo é o estudo de: Fernando de Paula, Luis; Mendes Leal, Rodrigo. **Custo do Crédito no Brasil: uma avaliação recente**. Disponível em:

apenas provendo Finance de curto prazo as firmas sedentas²⁶ por crédito. Não têm, portanto, principalmente bancos privados, estímulo para financiar posições de longo prazo. As empresas terão, para continuarem a crescer, caso mecanismos para realizar Funding adequadamente de forma compatível com as maturidades dos investimentos realizados, que recorrer a continua renovação de crédito de curto prazo ou ao auto-Funding, ou ainda a empréstimos estrangeiros. (STUDART, 1995, p. 65).

Em resumo, para sistemas Financeiros funcionais destaca-se que, além de conterem um sistema bancário capaz de atender as demandas de financiamento, sobretudo em períodos de crescimento, que o sistema, qualquer que seja o tipo de estrutura Financeira presente no país, seja baseado em mercado ou em crédito venha a desenvolver mecanismos para a realização da consolidação dos investimentos, ou seja, a transformação das maturidades adquiridas pelo Finance em prazos mais compatíveis com o retorno dos investimentos das empresas. Essa tarefa pode ser através do Funding propriamente dito, que ocorre nos sistemas baseados em mercado, ou através de outros mecanismos como ocorre em sistemas baseados em crédito, mas que são funcionais ao crescimento e desenvolvimento como é o caso do modelo alemão e japonês e que serão abordados mais detalhadamente no próximo capítulo. O que é importante frisar é que, de fato, o “quão” bem realiza essas tarefas de Finance e consolidação dos investimentos em dada economia é que definirá se o sistema é funcional ou não. Por fim, para esta avaliação da funcionalidade se faz necessário um exame profundo das instituições existentes e os seus respectivos papéis no financiamento da acumulação.

²⁶ Os bancos tendem nesse caso a realizar frequentemente o racionamento de crédito. Esse racionamento quando o financiamento se baseia em crédito bancário é feito não somente porque existe assimetria de informações no mercado, mas também por três outros motivos, segundo STUDART (2003, p. 10): “ - ou porque os níveis de alavancagem bancária alcançam os limites máximos aceitos pelos bancos (dado seu estoque de expectativas) na medida em estes acomodam as demandas crescentes por crédito; - ou porque os dados necessários para a análise de crédito não está disponível aos bancos – como é o caso de novos clientes; - ou porque os dados são inexistentes e/ou os disponíveis não podem ser utilizados como guia de avaliação precisa dos riscos dos clientes potenciais. Neste caso, por exemplo, as empresas inovadoras e as pequenas e médias empresas tendem a ser discriminadas.” O racionamento tende a favorecer assim as empresas já presentes e consolidadas com garantias de maior valor e acaba discriminando as outras.

1.4 CONCLUSÃO

Apresentou-se neste capítulo a ótica do processo de investimento pós-keynesiana e que baseará a análise desta monografia. Antes, porém foi apresentada primeiramente a dicotomia existente entre duas teorias opostas: a teoria neoclássica e a teoria Keynesiana.

A primeira destas teorias vê o ato de poupar e a poupança, por conseguinte como pré-condição para o processo de investimento. É uma visão que privilegia o lado de oferta e que tem a taxa de juros como sendo a variável de ajuste entre poupadores e demandantes, e que é definida como sendo a remuneração pelo ato de não-consumir. Essa taxa de juros relaciona-se positivamente com a poupança agregada e negativamente com o investimento. Pela TFE (Teoria dos Fundos Empréstáveis) por sua vez, uma sofisticação da teoria neoclássica, a taxa de juros passa a ser determinada no mercado, sendo o resultado da relação entre os fluxos de demanda e oferta dos fundos de empréstimos. Esta se constitui para o poupador na rentabilidade que o seu capital proporciona e para o investidor é nada mais do que o preço do crédito. O processo de acumulação de capital na visão neoclássica pode ser resumido em 3 importantes etapas:

- abstinência de parte da renda para poupança;
- canalização desta poupança para torná-la parte dos fundos empréstáveis;
- repasse dos fundos para a realização do investimento (através do financiamento).

Um outro ponto da abordagem neoclássica é a sua visão estreita sobre o papel dos sistemas Financeiros, a saber, a de mero intermediário entre demandantes (investidores) e ofertantes (poupadores). As instituições Financeiras têm assim também um papel limitado, pois sendo estas atuantes em um mercado perfeito alocativamente²⁷, cabe a eles o papel apenas de corrigir as imperfeições deste e garantir a soberania das forças de mercado. A questão do financiamento é vista, assim, como secundária, pois o mercado de capitais é sempre capaz de garantir as necessidades de financiamento da economia. Os problemas que hajam de oferta de fundos, baixo nível de financiamento são problemas ligados à poupança

²⁷ Uma das premissas neoclássica.

e são, frequentemente explicados, pela hipótese da repressão Financeira sobre os mercados, especificamente, aos problemas que mantêm a taxa de juros em patamares abaixo da taxa natural e que ocasionam uma oferta de fundos baixa em relação à demanda.

Com relação aos mercados e sistemas Financeiros em geral cabe destacar a questão da eficiência. Esta, em resumo, é ligada a realização da intermediação eficiente entre poupadores e investidores, num mundo que conta com informações incompletas e/ou outras falhas. Os bancos, figuras centrais nos sistemas Financeiros devem agir para uma maior eficiência, como já citado acima, como um agente de forma a corrigir as imperfeições dos mercados e possíveis falhas.

A teoria Keynesiana, oposta a teoria neoclássica, ao contrário não vê a poupança como pré-requisito ao investimento, ela é uma consequência deste, o seu resultado numa economia monetária ou empresarial. A Teoria de Keynes apresenta a teoria de demanda efetiva que afirma que o investimento é a *causa causans* na determinação da oferta de produção, renda, emprego e poupança. Foca-se, assim, diferentemente da abordagem neoclássica, o lado da demanda.

Uma crítica importante destacada no capítulo é a que Keynes realizou à TFE e a determinação da taxa de juros na teoria neoclássica. Keynes substituiu esta TFE pela teoria de Preferência pela Liquidez, onde a taxa de juros passa a ser vista como recompensa por não entesourar moeda e não, como mantinha a teoria neoclássica explicada por fatores como preferência intertemporal dos poupadores e produtividade marginal dos investidores. A taxa de juros é determinada, para Keynes, sobretudo, pelo mercado monetário (oferta e demanda por moeda).

Um importante item ligado à demanda monetária é a demanda para financiar o investimento produtivo (o motivo Finance descrito por Keynes). O fornecimento adequado deste importante motivo para demandar moeda é a condição primeira destacada pelos argumentos pós-keynesianos para o processo de investimento. Este processo é, por sua vez, importantíssimo para assegurar o processo de crescimento e pode ser caracterizado pelo circuito citado no capítulo: FINANCE – INVESTIMENTO – POUPANÇA – FUNDING.

Este circuito desenvolvido pelos pós-keynesianos apresenta duas importantes etapas para o processo de investimento. A primeira é o Finance, tido como crédito bancário de curto prazo necessário a realização dos projetos de investimento. A

segunda, o Funding, é uma etapa onde as empresas realizam, fundamentalmente pelo mercado primário, a troca de suas obrigações de curto prazo adquiridas pelo Finance em obrigações de prazo mais longo, de modo a ser compatível com as maturidades de seus projetos de investimento. Este circuito privilegia, portanto, um sistema Financeiro baseado no mercado de capitais, onde o Funding se realiza, porém, outras formas alternativas para a troca de obrigações também são possíveis.

Fica claro, além disso, pelo circuito apresentado, que a poupança é gerada como resultado do investimento, e consequência decorrente do processo multiplicador de renda, também gerado pelo investimento. A poupança, no entanto, é importante para um outro processo: o Funding. É a alocação desta poupança em ativos de longo prazo que propiciará, entre outros fatores, uma maior funcionalidade ao sistema Financeiro.

Esse conceito de funcionalidade é diferente do conceito de eficiência neoclássica, sendo mais abrangente. Uma funcionalidade maior deste está ligada, sobretudo, a um papel mais relevante do sistema Financeiro do que de mero intermediário. Eles são importantes porque é dentro deles que ocorrem os processos de Finance e Funding. Assim, para que o sistema seja considerado funcional, ele deve ser capaz de garantir tanto o Finance para o investimento inicial quanto o Funding necessário para que o processo de investimento ocorra e o crescimento econômico sustentável seja a consequência por fim. É necessário ainda, que as ofertas de Finance e Funding pelo sistema Financeiro sejam realizadas ao menor custo possível (funcionalidade microeconômica) e também com o menor aumento possível da fragilidade Financeira, a qual é inerente a todo processo de crescimento.

Para mitigar a fragilidade Financeira é especialmente importante o processo de Funding, de forma a garantir às empresas a consolidação de suas dívidas. Por conseguinte, é importante também a distribuição da poupança, de modo a assegurar uma demanda maior por ativos de longo prazo privados, ou seja, que assegure um maior Funding às empresas.

O processo de Funding apresentado no capítulo é um processo que privilegia um modelo de sistema Financeiro baseado no mercado de capitais. No entanto, convém destacar novamente que o Funding realizado pelo mercado, através de emissões de colocações, e que é um fator indispensável para a maior funcionalidade dos sistemas Financeiros, pode ser realizado de maneiras alternativas, de modo que

outros tipos de sistemas Financeiros, apesar de contarem com mecanismos de Funding via mercado não tão desenvolvidos, ainda assim podem ser considerados funcionais a suas economias e ao crescimento econômico dos seus países. Com relação a esses diferentes tipos de sistemas Financeiros, com destaque para seus processos de Funding, que se abordará no próximo capítulo.

2 MODELOS ALTERNATIVOS DE SISTEMAS FINANCEIROS E SUAS IMPLICAÇÕES PARA O CASO BRASILEIRO

2.1 INTRODUÇÃO

Em sua análise sobre a experiência de industrialização das economias avançadas no pós-guerra, ZYSMAN²⁸ (1983 apud HERMANN, 2002, p. 2) distinguiu 3 diferentes modelos de estruturas Financeiras no financiamento do investimento: o sistema baseado no mercado de capitais, desenvolvido no Reino Unido e nos EUA; o sistema baseado no crédito privado (bancário), caso típico do modelo alemão; e o sistema baseado em crédito público (de governo), cujos casos típicos citados por Zysman são França e Japão. Na verdade, portanto, são 2 tipos, os baseados em mercado e os baseados em crédito, sendo que o último dividido entre público e privado. Apesar das diferenças operacionais e estruturais, esses três modelos de financiamento têm uma condição comum a eles a necessidade de atrair poupança de longo prazo, gerada pelo processo de investimento, às suas instituições Financeiras, a fim de utilizá-las para adquirir recursos de longo prazo. Considerando o estágio de desenvolvimento alcançado e apresentado no pós-guerra pelos países citados, entende-se que todos foram igualmente funcionais a suas economias.

Sistemas Financeiros são definidos pelo conjunto de mercados Financeiros existentes numa economia específica, pelas instituições Financeiras participantes e suas inter-relações e ainda pelas regras de participação e intervenção do governo em suas atividades (regulamento). As características de cada um dos sistemas apresentados por Zysman são apresentados a seguir. Por último, apresentam-se também algumas características do sistema Financeiro nacional.

2.2 SISTEMAS BASEADOS NO MERCADO DE CAPITALIS

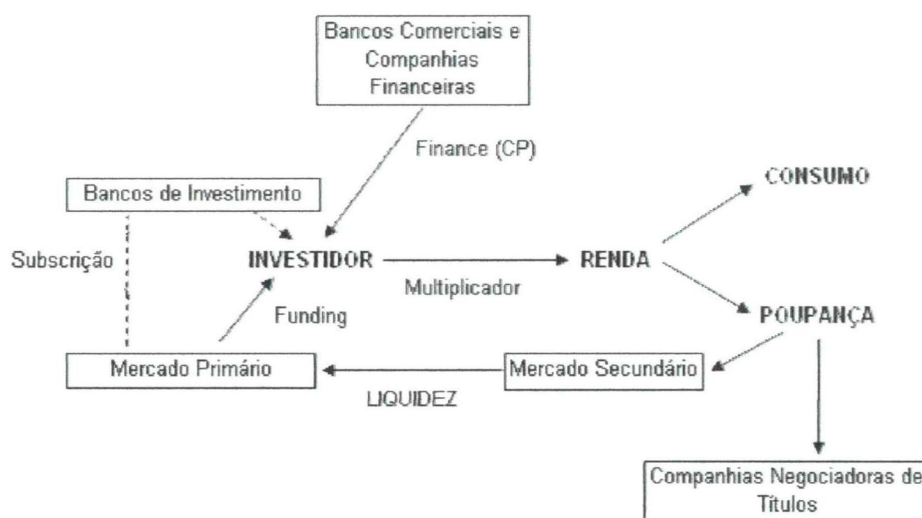
Sistemas baseados no mercado de capitais (CMS) desenvolveram-se primeiramente nas economias industrializadas, cabendo ao Reino Unido e aos

²⁸ ZYSMAN, J. **Governments, Markets and Growth**. London: Cornell University Press, 1983.

Estados Unidos os melhores exemplos. Nesses países há predominância do mercado de capitais no processo de financiamento do investimento e é basicamente este fato que o diferencia das outras estruturas Financeiras baseadas em crédito.

O processo de financiamento no sistema CMS pode ser representado graficamente.

GRAFICO 2.1 – FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO EM SISTEMAS FINANCEIROS BASEADOS NO MERCADO DE CAPITAIS



FONTE: CARVALHO (2000).

O gráfico apresentado tem por base o modelo norte-americano antes do processo de desregulamentação nos anos 90. Visualiza-se neste que os bancos comerciais são responsáveis por adiantar o crédito de curto prazo ao início dos projetos de investimento, os quais podem fazer controlando um fundo rotativo de depósitos à vista, enquanto os bancos de investimento²⁹ desempenham papel

²⁹ No Brasil, segundo o banco central, bancos de investimento "são instituições Financeiras privadas especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros. Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão 'Banco de Investimento'. Não possuem contas correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. As principais operações ativas são financiamento de capital de giro e capital fixo, subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, depósitos inter-Financeiros e repasses de empréstimos externos." (Resolução CMN 2.624, de 1999).

auxiliar no processo de financiamento – estes bancos de investimento podem financiar empreendimentos de longo prazo, entretanto, normalmente suas atividades estão ligadas a alguma forma de subscrição ou aquisição³⁰, por meio de títulos de longo prazo (ações e debêntures³¹) que são vendidos diretamente aos poupadores (Funding).

Neste sistema, como diferentes segmentos do mercado Financeiro são operados por instituições específicas e são também descritos como segmentados, uma vez que existe uma regulamentação maior e específica para cada tipo de instituição. Por exemplo, os fornecedores típicos de fundos desses mercados são as instituições Financeiras não-bancárias, que geralmente emitem passivos de médio e longo-prazo e retêm recursos de estrutura similar de maturidade, enquanto os bancos comerciais adiantam o crédito de curto prazo, combinando com seus passivos de prazo mais curto, ou seja, com os depósitos à vista.

Um ponto fundamental dos sistemas baseados em mercado é o da realização do Funding. Nesses sistemas os títulos (ações e debêntures) são a principal fonte de Funding de longo prazo, diferentemente dos sistemas Financeiros baseados em crédito, onde o mercado de capitais é fraco.

Os sistemas Financeiros baseados em mercado apresentam peculiaridades específicas, variando de país para país, de acordo com o arcabouço jurídico e regulatório instituído sobre o sistema e por que são constituídos por agentes com diversos perfis de aplicação. No geral estes são: investidores institucionais, como fundos de pensão e que possuem perfis de mais longo prazo, especuladores, que comprem e vendem títulos em prazos menores e é claro, os ofertantes, empresas e governo.

Esse modelo onde as operações de Funding acontecem no mercado de capitais exige para o bom funcionamento e funcionalidade, portanto, uma institucionalidade complexa. No entanto, segundo STUART (2003, p. 12) “o

³⁰ A subscrição é uma das atividades cuja prática é autorizada explicitamente aos bancos de investimento, que intermediam a colocação (lançamento) ou distribuição, no mercado de capitais, de títulos mobiliários (ações, debêntures, etc) para investimento ou revenda no mercado de capitais, recebendo uma comissão pelos serviços prestados, proporcional ao volume de lançamento. Essas operações podem, portanto, ser realizadas tanto no mercado primário, onde a empresa emite pela primeira vez ações ou debêntures através do banco de investimento e tem consequentemente seu capital aberto, enquanto no mercado secundário, onde o banco é contratado para colocar ações ou debêntures já emitidas pela empresa ou pessoa (FORTUNA, 2002, p. 263).

³¹ Debêntures: título mobiliário que garante ao comprador uma renda fixa, ao contrário das ações, cuja renda é variável. Têm como garantia todo o patrimônio da empresa, ao contrário da ação (SANDRONI, 1994, p. 88).

desenvolvimento desta institucionalidade não é resultado elementar das forças de mercado”. Esse desenvolvimento é relacionado principalmente aos custos implícitos destes mercados, ou seja, a escala inicial deles é um ponto de grande importância e para que esta seja significativa, o número e o tamanho das empresas emissoras, bem como o valor dos recursos a serem captados e o número e a expressividade dos demandantes de títulos de longo prazo são fundamentais³² (STUDART, 2003, p.12).

A importância da escala, tanto pelo lado da oferta quanto pelo da demanda, fez com que esses sistemas baseados em mercado fossem mais uma exceção histórica do que a regra na maioria das economias capitalistas desenvolvidas. A questão da escala está ligada a outros fatores como o estágio de desenvolvimento econômico do país, uma vez que economias mais desenvolvidas, com níveis mais elevados de produção e renda, e frequentemente uma melhor distribuição de renda estão em posições mais favoráveis para gerar processos de crescimento da poupança agregada e destina-las a realização de Funding.

Esse tema do Funding talvez seja o tema mais complexo no financiamento do crescimento, e para sistemas baseados no mercado a funcionalidade ao desenvolvimento econômico exige uma institucionalidade que está ligada em economias modernas a pelo menos 2 conjuntos de questões:

- ao tamanho e profundidade dos mercados de títulos corporativos de longo prazo;
- ao tamanho e perfil de aplicação dos investidores institucionais (por exemplo, fundos de pensão e seguradoras).

Com relação ao crescimento do tamanho e importância dos investidores institucionais (um outro item onde a escala é importante) cabe destacar que eles facilitam a existência de mercados de capitais robustos, aumentando sua funcionalidade ao processo de crescimento. Isso se deve ao fato de que investidores

³² Exemplo é como se deu o desenvolvimento do mercado norte-americano, que desenvolveu-se na virada do século basicamente através dos gigantescos projetos ferroviários que envolveu a corrida para o interior na expansão americana. Além desse fato, a economia norte-americana do séc. XIX contava com uma distribuição de renda melhor do que a maioria das suas contemporâneas e ainda estava num ritmo de crescimento relativamente acelerado. A somatória destes fatores fez com que se tivesse um crescimento significativo e sustentado na demanda pelos ativos emitidos no mercado de capitais e este, portanto, se desenvolvesse (STUDART, 2000, p. 401).

institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, possuem passivos de longo prazo, o que permite a eles fazer aplicações de prazos mais longos. Portanto, são essenciais por constituírem-se de uma importante parcela na demanda por títulos de longo prazo que venham a ser emitidos pelas empresas investidoras. Em suma, eles ajudam na maior realização do Funding e desenvolvimento do mercado de títulos em geral, e assim, a mitigar os riscos de emprestadores e devedores e assim, a fragilidade Financeira associada aos processos de crescimento. No entanto, é importante reforçar que sistemas Financeiros baseados em mercado que se desenvolveram endogenamente e alcançaram uma escala adequada e significativa para a realização funcional ao crescimento econômico dos processos de Finance e Funding são, no entanto, exceções. Além disso, cabe destacar que este padrão de financiamento é bastante vulnerável às mudanças rápidas nos preços dos títulos, o que podem conduzir ao aumento rápido dos custos Financeiros para investidores e até mesmo ao racionamento das fontes de fundos de longo prazo.

A maioria dos países desenvolvidos, principalmente os países de rápida industrialização e crescimento, possui sistemas Financeiros baseados em crédito, com mecanismos de financiamento alternativos e que são apresentados agora.

2.3 SISTEMAS BASEADOS EM CRÉDITO

Tanto os sistemas baseados no crédito público como os baseados no crédito privado se demonstraram funcionais ao desenvolvimento econômico dos países citados, eles também, no entanto, apresentam vulnerabilidades. Estas se devem porque o Finance concedido pelos bancos comerciais tende a aumentar com a aceleração do investimento, conduzindo o setor corporativo a níveis mais altos de endividamento e assim da fragilidade Financeira. Com relação a essa fragilidade da economia, se os bancos comerciais continuarem a prover Finance com o crescimento do investimento, na falta de mecanismos apropriados de Funding como no modelo baseado em mercados de capitais, este crescimento pode facilmente ser interrompido pelo racionamento de crédito.

Sistemas baseados em crédito são extremamente sensíveis a mudanças nas condições de crédito em tempos de crescimento e se o financiamento de ativos

duradouros for providos principalmente por empréstimos renováveis de curto prazo. uma mudança na taxa de juros representará um aumento significativo nas despesas das empresas, reduzindo seus rendimentos, aumentando o default entre investidores e transformando a fragilidade Financeira em instabilidade Financeira, a qual pode interromper o crescimento. Os modelos descritos a seguir encontraram formas alternativas de mitigar os riscos e a fragilidade Financeira associados ao crescimento do investimento. Abordar-se-á primeiramente o modelo de crédito privado e posteriormente o modelo de crédito público.

2.3.1 Sistemas Financeiros Baseados no Crédito privado – O Modelo Alemão

Os sistemas de crédito privados possuem como caso típico o modelo alemão. Neste sistema, o financiamento do investimento é apoiado principalmente em empréstimos de longo prazo, feitos por bancos privados grandes organizados sob a forma dos chamados “bancos universais”.

Estes bancos, em princípio, são autorizados a operar em qualquer segmento de mercado, podendo captar e fazer empréstimos tanto de curto como de longo prazo e, ao contrário do banco norte-americano, podem realizar tanto empréstimos e depósitos quanto subscrever e colocar ações e bônus privados no mercado. Em suma, bancos universais mesclam características de bancos comerciais e de investimento.

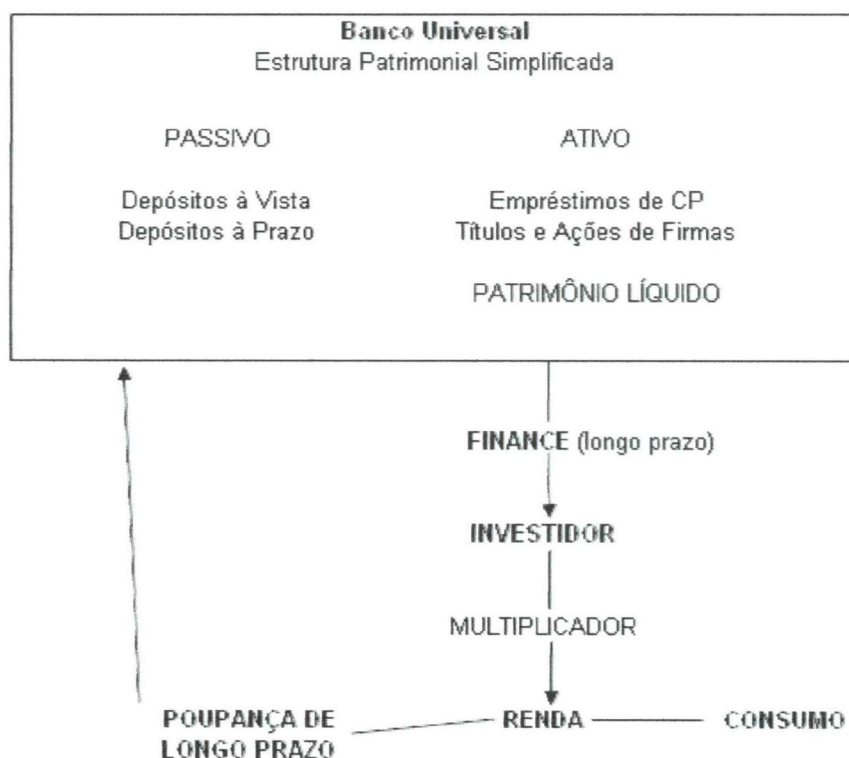
No processo de desenvolvimento do sistema alemão o papel da regulamentação foi também importante, como o foi para o mercado de capitais nos EUA e Reino Unido, pois por razões culturais e históricas, esta regulação foi “desenhada” para propiciar condições de financiamento que assegurassem a reconstrução e o rápido crescimento econômico no período pós-guerra. Assim, procurou-se não vetar a atuação das instituições bancárias em nenhuma área e, ao contrário, eram apoiadas até, como a atuação dos bancos no setor não-Financeiro, através de participações ou mesmo controle acionário.³³ Foi essa regulamentação

³³ Os banqueiros ao perceberem as novas oportunidades para investimento surgidas pela reconstrução e crescimento econômico, buscaram aprovação e apoio do governo para projetos de terceiros. Essa maior

permissiva que explica a tendência à concentração do sistema Financeiro alemão e também a *conglomeración*, com os bancos universais formando grandes corporações e atuando em vários setores.

Sistemas Financeiros do tipo alemão são, portanto, caracterizados pela grande concentração, dada a sua reduzida variedade de instituições Financeiras, com a predominância dos “bancos universais” e o grande porte destas instituições bancárias. Uma outra característica dos sistemas de crédito privado se refere à fraqueza do mercado de capitais como fonte de financiamento, mesmo para as firmas de grande porte que, teoricamente, teriam mais fácil acesso. Ao invés disso, o processo de financiamento do tipo alemão destaca o papel dos bancos universais e é apresentado a seguir.

GRÁFICO 2.2 – FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO BASEADO NO CRÉDITO PRIVADO



FONTE: CARVALHO (2000).

associação entre os negócios e o sistema bancário fez com eles tivessem que criar um mercado para as novas securities (títulos) (STUDART, 1995, p. 72).

Pelo gráfico nota-se que a concentração da poupança Financeira nos bancos universais torna essas instituições as principais compradoras potenciais de títulos de dívida e ações das firmas, realizando o Finance de longo prazo observado no gráfico acima. Nesse modelo ocorre assim, o financiamento indireto, intermediado pelos bancos que captam poupanças sob forma de depósitos e as aplicam sob a forma de empréstimos, tanto de curto como de longo prazo (CARVALHO, 2000, p. 402). Neste sistema, a instituição Financeira, no caso, o banco universal, passa a realizar relações intermediadas, pois internaliza em seu balanço, as diferentes demandas de poupadores e investidores, cabendo a esta instituição realizar dentro do próprio balanço a mitigação dos riscos inerentes aos processos de financiamento de longo prazo, ou pelo menos tentar manter estes riscos em intervalos aceitáveis.

Com relação à questão da funcionalidade, dois fatores se tornam importantes para garantir que os sistemas baseados em crédito privado como o alemão, sejam mais funcionais ao crescimento econômico: o perfil de aplicação dos investidores Financeiros (famílias e investidores institucionais) em ativos destes bancos (o quanto retêm em ativos de prazos maiores principalmente) e o perfil e potencial papel dos bancos no financiamento de longo prazo.

Os bancos universais conseguem realizar o processo de administração de descasamentos de vencimentos dentro da própria instituição por que são autorizados a captar recursos de longo prazo e um importante canal dessa captação é principalmente a venda de ativos bancários de longo prazo. Isso aconteceu na Alemanha do pós-guerra quando a demanda por esses ativos bancários de prazo mais longo teve grande crescimento, fruto, segundo STUART (2003, p. 15):

- (a) da concentração de investimentos no processo de reconstrução e reequipamento industrial;
- (b) pela peculiar atuação dos bancos universais no financiamento direto do processo de acumulação;
- (c) do crescimento econômico associado com uma distribuição de renda bastante equitativa;
- (d) da preferência dos poupadores alemães por ativos emitidos por bancos universais, dado o ínfimo tamanho inicial dos mercados de capitais;

Além desse crescimento na demanda por títulos bancários, o crescimento de seguros e instrumentos de poupança de longo prazo, foi o que também possibilitou aos bancos universais captar recursos com prazos de vencimento distintos, variando de depósitos à vista até depósitos de prazo mais longo. Foi graças à demanda crescente por ativos de longo prazo que os bancos universais alemães puderam engajar-se cada vez mais no financiamento de longo prazo às empresas investidoras e assim possibilitar a mitigação da fragilidade Financeira associada a qualquer processo de crescimento do crédito e processo de crescimento econômico em geral.

Os bancos universais alemães funcionaram assim, como uma estrutura compensatória ao processo de Funding realizado no mercado de capitais. Esses grandes bancos alemães engrenaram e sustentaram o rápido passo da industrialização já desde a última metade do século XVIII e, sobretudo, no pós-guerra. SHUMPETER³⁴ (1939, apud STUDART, 1995, p. 72, tradução nossa) descreve esse papel:

[os bancos] realizaram com cuidado as emissões de ações e títulos de dívida, enquanto ajudavam os empreendimentos a resgatar suas dívidas de curto prazo e assim proporcionando-os com meios adicionais. Para efetuar isto eles estavam prontos para levar estas ações ou títulos de dívida para as suas próprias contas, e não somente se eles não pudessem colocá-los, mas no curso ordinário das suas rotinas de negócios... Quando eles colocavam as securities adquiridas, eles novamente financiavam os investidores privados de forma que, temporariamente pelo menos, a transação frequentemente significava não mais que uma troca de ativos.

O Funding como o realizado nos sistemas Financeiros baseados no mercado de capitais inexistente no modelo alemão, ao invés disso, como destaca o gráfico 2.2 acima, existe um Finance, que mescla características tanto de Finance quanto de Funding, pois o banco universal pode realizar, dada a variedade de prazos de suas captações de recursos, tanto empréstimos de curto prazo quanto de longo prazo e pode assim, destinar recursos tanto ao início quanto a consolidação dos projetos de investimento envolvidos no processo de acumulação de capital. É devido a esta característica que o sistema Financeiro alemão baseado no crédito privado, apesar não apresentar mecanismos para realizar o Funding através do mercado, é mesmo

³⁴ SCHUMPETER, Joseph A. **Business Cycles**. 1939.

assim funcional, pois realiza uma espécie de Funding distinto, através principalmente, de operações de empréstimos de longo prazo as firmas.

2.3.2 Sistemas Financeiros Baseados no Crédito Público – O Caso Japonês

Os sistemas de crédito do governo (GCS), como as experiências francesas e japonesas do período pós-guerra, assemelham-se ao modelo alemão em sua característica básica, a saber: os empréstimos bancários são os meios típicos de financiamento do investimento. Analisando sua estrutura, no entanto, percebem-se diferenças importantes.

A característica diferencial principal é a liderança de instituições de governo (públicas) no processo de financiamento ao invés de instituições privadas. Estas instituições públicas estão organizadas não apenas como bancos de desenvolvimento, atuando no fornecimento de fundos para o setor industrial, mas também existem diversos outros tipos de agências do governo, que têm por objetivo realizar políticas Financeiras específicas. Estruturalmente, esses sistemas baseados no crédito público são mais diversificados e menos concentrados (no sentido da variedade de instituições), do que os sistemas de crédito privado, no entanto, eles também apresentam um debilitado mercado de capitais e realizam um financiamento indireto.

As reformas realizadas no sistema Financeiro japonês procuraram no pós-guerra assegurar que este sistema fosse composto por instituições especializadas no crédito de curto e longo prazo, além daquelas voltadas para setores específicos como agricultura, pequenas e médias empresas, pesca, entre outras. Das instituições criadas pelo governo japonês destacam-se os chamados *city banks* ou bancos municipais, que desenvolveram relações muito próximas com os grandes conglomerados japoneses (*zaibatsu*), que em muitos casos possuíam suas próprias instituições Financeiras. Esse fato tornou relativamente fácil transferir fundos entre empreendimentos afiliados e colocar poupanças individuais privadas para financiar os investimentos dos *zaibatsu*.

O processo de financiamento japonês, como o alemão, também apresenta mecanismos de Funding distintos, pois o financiamento indireto é realizado na forma

de empréstimos, tanto de curto como de longo prazo, cabendo a estes últimos o papel de mitigar o crescimento da fragilidade Financeira associado ao crescimento econômico. A diferença com relação ao modelo alemão é que ao invés de uma única instituição Financeira responsável por esses empréstimos, o banco universal privado, há uma variedade de instituições públicas, principalmente bancos de desenvolvimento e agências governamentais que são responsáveis por esses empréstimos.

No caso japonês, em especial, os bancos comerciais e principalmente os *city banks*, cumpriram um papel importantíssimo tanto na captação quanto também na intermediação de recursos Financeiros de longo prazo necessários à efetivação dos projetos de investimento das empresas industriais e evitando a elevação dos riscos de processos de crescimento baseados em crédito de curto prazo renováveis. Na captação porque apesar de a eles ser destinada a responsabilidade por realizarem empréstimos apenas de curto prazo, estes passaram a captar poupanças de longo prazo pela sua relação próxima aos grandes conglomerados. Puderam assim também na intermediação, através de operações interbancárias, serem responsáveis pela absorção da maioria das debêntures emitidas pelos bancos de crédito de longo prazo japoneses, estes sim os que realizavam os empréstimos de longo prazo necessários a consolidação dos projetos de investimento. Além disso, ainda referindo-se aos *city banks*, cita-se que, associados aos grandes conglomerados foram também responsáveis por adquirir muitas das debêntures e ações emitidas pelas grandes empresas.

Em resumo, foram os bancos comerciais japoneses e, sobretudo, os *city banks*, que desempenharam o papel importantíssimo na mobilização e intermediação dos recursos Financeiros de longo prazo necessários à consolidação dos projetos de investimento das empresas. Foi, sem dúvida, a agilidade e a flexibilidade destas instituições que explica em parte, a opção por um modelo de financiamento indireto (BERTON, 2005, p. 49). Por último, ressalta-se que esse papel desempenhado pelos bancos comerciais no Japão, em outros sistemas de crédito público e mesmo em outros tipos de sistemas, é desempenhado na sua maioria por instituições sob a forma de bancos de desenvolvimento e agências governamentais, como é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no caso brasileiro.

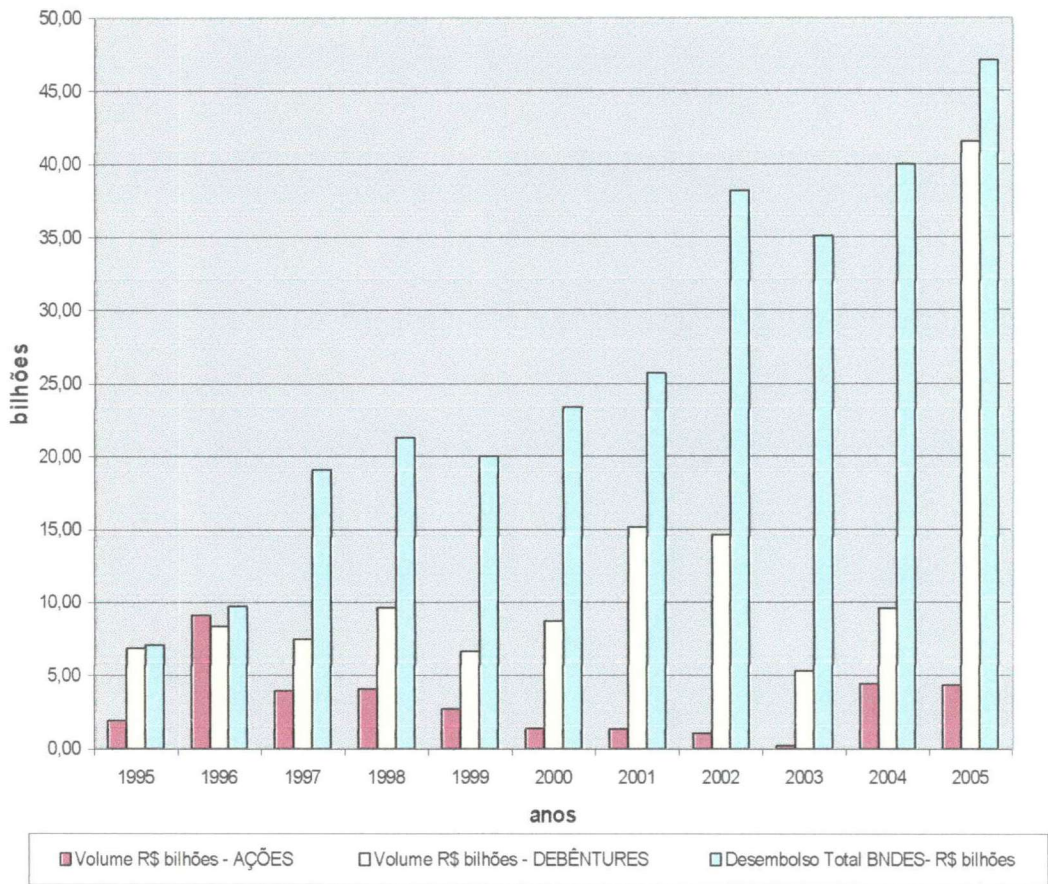
2.4 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (SFN)

O Sistema Financeiro Brasileiro não pode ser enquadrado especificamente como um dos sistemas presentes na classificação de ZYSMAN (1983), e o principal motivo é a existência na economia brasileira de mecanismos não plenamente desenvolvidos dos 3 tipos diferentes de financiamento de longo prazo. Primeiramente, o mercado de capitais, no que diz respeito a operações de Funding propriamente dito, isto é, realizado pelo mercado, é raquítico; segundo, o crédito público que outrora na história brasileiro foi responsável por grandes investimentos é insuficiente, dado a elevada demanda por novos investimentos e sendo que, além disso, as operações de crédito público de longo prazo se concentram num único banco no país, o BNDES; e terceiro, o crédito privado que teoricamente poderia ser fornecido pela figura dos bancos múltiplos criados na reforma de 1988, se concentra nas operações de curto prazo.

O grande problema de financiamento na economia brasileira é o problema do Funding. Nenhum dos mecanismos para financiamento de longo prazo criados no país é plenamente desenvolvido, no entanto, considerando o crédito de longo prazo oferecido como uma espécie de Funding alternativo às empresas, e sendo que hoje, no país, o BNDES é a principal instituição Financeira que opera com tais financiamentos, pode-se dizer que o SFN é mais voltado para as operações de crédito. Apesar desse fato, isso não quer dizer que esse sistema seja funcional ao crescimento da economia e nem que, por exemplo, uma vez resolvidos os problemas do mercado de capitais brasileiro, que o Funding alternativo realizado através do BNDES (crédito público) seja mais funcional que o Funding realizado através do mercado primário. Vimos nas seções anteriores que nos países estudados e citados por Zysman, sistemas distintos de Funding foram igualmente funcionais a seus respectivos países.

Uma característica importante que caracteriza o SFN é que as empresas podem realizar o Funding fundamentalmente de duas maneiras: pelo mercado, através de emissões, principalmente, de ações e debêntures, e o Funding realizado através da obtenção de financiamento de longo prazo via BNDES. O gráfico 2.3 abaixo comprova que em termos de volume, o Funding alternativo realizado através do crédito público, ou seja, pelo BNDES, é efetivamente mais relevante no Brasil.

GRÁFICO 2.3 - VOLUME DE AÇÕES E DEBÊNTURES EMITIDAS NO MERCADO PRIMÁRIO E VOLUME DE DESEMBOLSOS TOTAIS DO BNDES (valores aproximados)



FONTE: Elaboração própria com dados da CVM e do BNDES.

O SFN conta, por sua vez, com outras características, que em parte explicam esse quadro de concentração da demanda por crédito de longo prazo essencialmente no BNDES e a não-funcionalidade do sistema observado no Brasil. Essas características são: uma baixa relação crédito/PIB em relação a outros países e um alto custo do crédito no país, evidenciado pelas elevadas taxas de juros (de empréstimos e de captação) e *spreads* bancários. Essa série de características que diminui a funcionalidade da intermediação Financeira no Brasil é explicada, sobretudo, por fatores macroeconômicos. Sobre esses fatores do SFN o relatório do BANCO MUNDIAL (2000, p. 6):

Embora o sistema Financeiro do Brasil seja de porte considerável, a dívida do setor público absorve uma grande parte dos recursos que mobiliza, permanecendo uma porção importante do crédito direcionada pelo governo. Além disso, as taxas de juros reais vêm-se colocando entre as mais altas do mundo. Grande parte dos ativos das instituições Financeiras consiste de papéis do governo, vendo-se aquelas conseqüentemente menos inclinada a aceitar novos ativos de risco, como é o caso de empréstimos, reduzindo assim o nível de crédito disponível para o setor privado. Menos empréstimos do próprio governo, juntamente com crédito menos direcionado seriam fatores que poderiam ajudar na redução dos altos custos da intermediação Financeira (tanto taxas de juros quanto spreads) e da pressão verificada sobre o crédito para o setor privado (*crowding out*).

Há ainda outros problemas no SFN que contribuem para uma intermediação Financeira cara e superficial, como a alta tributação sobre o setor Financeiro, incluindo-se neste também os depósitos compulsórios, e a presença de um setor bancário oligopolista³⁵. Não é o objetivo desta seção analisar cada um desses problemas, no entanto, para entender por que o Funding no Brasil se concentra principalmente nas operações do BNDES, é necessário entender melhor alguns desses problemas. Alguns destes serão abordados ainda nessa seção, antes, porém, é conveniente descrever brevemente um histórico do SFN.

2.4.1 Reforma da década de 1960 e Reforma de 1988

O Sistema Financeiro Nacional foi idealizado e estruturado, sobretudo a partir da reforma Financeira na década de 60, especificamente entre 1964-67. Nessa reforma tentou-se implantar um modelo de financiamento segmentado do tipo norte-americano. Foram criadas nela novas instituições Financeiras, cada qual com sua atribuição. Dentre estas, bancos comerciais para fornecerem crédito para capital de giro e Finance em geral, Financeiras para o crédito ao consumidor e bancos de investimento para o Funding de longo prazo, além dos fundos sociais de financiamento. Buscou-se com essa reforma também uma forma alternativa para o governo financiar o seu déficit. Este, então, a partir de 1968, passou a ser realizado em parte pela colocação de títulos de dívida pública no mercado, com uma cláusula que garantia a correção monetária. Essa nova forma fez com que se reduzissem os créditos dos bancos públicos, inclusive do Banco do Brasil e do então BNDE (hoje BNDES), ao setor público, o que fez, por sua vez, com que esses bancos e o

³⁵ Destacado por BELAISH, A. Do Brasilien Banks Compete? **IMF Working Paper**, n. WP/03/113, may 2003.

sistema bancário em geral, pudessem aumentar seus financiamentos ao setor privado.

Com relação ao BNDE especificamente, uma vez reduzida, em termos relativos, a solicitação de crédito pelos órgãos públicos e tendo sido retomado o crescimento econômico após 1968, o qual se entendeu até o final da década de 70, o setor privado pode cada vez mais realizar empréstimos nesta instituição.

Esta primeira reforma, portanto, apesar de baseada no modelo norte-americano, também favoreceu e deu destaque a um mecanismo alternativo para realização do Funding pelas empresas, a saber: os empréstimos às empresas privadas do BNDE. Em relação ao Funding realizado pelo mercado, no entanto, pode-se dizer que esta reforma não logrou êxito, uma vez que os bancos de investimento não desempenharam o papel que a reforma Financeira almejava atingir. Isso é devido em parte à preferência dos poupadores, que numa situação de inflação e juros caindo, preferiam aplicar seus recursos em outras aplicações, que contavam com taxas de juros pré-fixadas, como por exemplo, em letras de câmbio³⁶. Isto fez com que os títulos e ações privadas não conseguissem obter grandes e boas colocações no mercado e que os bancos de investimento realizassem apenas uma pequena captação de depósitos à prazo.

Os Bancos de Investimento, que originalmente, pela reforma, não podiam captar depósitos de prazo inferiores a um ano e deveriam realizar apenas financiamento de prazo superiores a um ano, passaram a atuar em segmentos de prazo mais curto, sobretudo, no fornecimento de capital de giro as empresas. Em consequência, apesar da reforma ter conseguido, em geral, propiciar as condições para o grande crescimento da década de 70, persistiu como não desenvolvido o mercado de financiamento de longo prazo (LP) por bancos de investimento privados, ficando esse financiamento restrito aos créditos de LP do BNDE.

É importante destacar que no mesmo período contribui também, para as empresas, sobretudo as grandes corporações e multinacionais, e mesmo para o governo, uma outra fonte importante de financiamento: o crédito externo.

³⁶ Letra de Câmbio (LC): "instrumento de captação específico das sociedades de crédito, financiamento e investimento (Financeiras), sempre emitido com base numa transação comercial, ou seja, quando elas emprestam algum valor para alguém, essa pessoa saca, por procuração, uma LC contra a Financeira, que a aceita e lança no mercado... tem como finalidade obter recursos para o financiamento do crédito ao consumidor final" (FORTUNA, 2002, p. 153).

Taxas de juros extremamente vantajosas no mercado Financeiro internacional, até negativas em termos reais, garantiram um financiamento de LP mais vantajoso às empresas do que se essas realizassem emissões no mercado primário nacional (o Funding propriamente dito) ou mesmo do que os empréstimos do BNDE. Ao governo esses recursos externos extremamente vantajosos propiciaram, por sua vez, a cobertura do déficit no balanço de transações correntes no país³⁷ e inclusive que este viesse a acumular reservas cambiais. O importante papel dos recursos externos nesse período se deve também à Lei N° 4.131/62, chamada Lei de Capitais Estrangeiros, que entre outras coisas, garantiu ao capital estrangeiro que se investisse no País um tratamento jurídico idêntico ao capital nacional, em igualdade de condições, exceto os casos previstos na própria Lei.³⁸

A outra importante reforma no Sistema Financeiro Nacional foi à reforma de 1988, onde através da Resolução n° 1.524/88 surgiu a figura, no país, dos bancos múltiplos. Essa resolução foi emitida pelo Banco Central por decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN) e teve o objetivo de racionalizar a administração das Instituições Financeiras (IF) no país. Ela permitiu que algumas instituições pudessem agrupar-se e se constituíssem em uma única instituição Financeira, formando a figura do banco múltiplo, o qual passava a contar com: uma personalidade jurídica própria, um único balanço, um único caixa, e podendo assim, obter uma significativa redução de custos. Em termos mais simples, o banco múltiplo manteria as mesmas funções que cada instituição desempenhava separadamente, e podendo assim desempenhar várias funções, mas com a vantagem de contabilizar as operações como uma única instituição.

Uma outra Resolução mais recente, a Resolução da CMN n° 2.099/94, estabeleceu que o banco múltiplo deveria ter, no mínimo, duas das seguintes carteiras, sendo uma delas obrigatoriamente comercial ou de investimento:

- a) Carteira Comercial: sujeita a regulamentação dos bancos comerciais;

³⁷ Balanço de transações Correntes: É o resultado agregado da balança comercial (exportações menos importações), do balanço de serviços (juros, fretes, lucros, viagens internacionais, etc) e das transferências unilaterais.

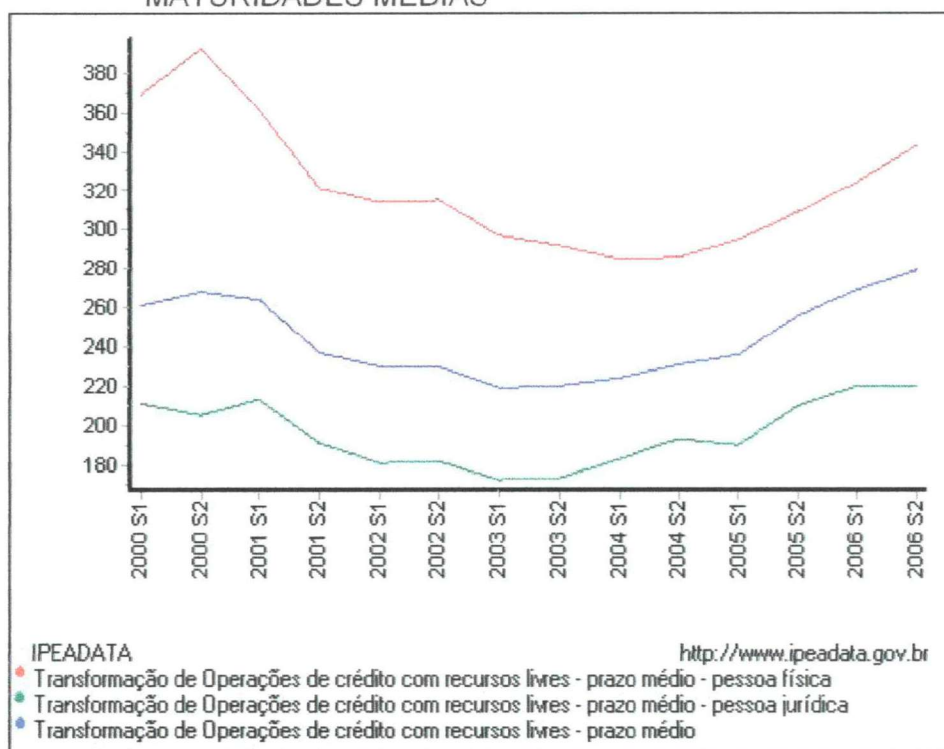
³⁸ Para maiores detalhes sobre a referida Lei, ver: ANDREZO, A.F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro**: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Pioneira, 1999.

- b) Carteira de Investimento e/ou de Desenvolvimento, sendo a de desenvolvimento restrita aos bancos públicos: sujeita à regulamentação dos bancos de investimento e/ou de desenvolvimento;
- c) Carteira de Crédito Imobiliário: sujeita à regulamentação das Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI);
- d) Carteira de Crédito, Financiamento e Investimento: regulamentação das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI);
- e) Carteira de Arrendamento Mercantil (*leasing*);

A mesma resolução de 1994, ainda estabeleceu que não há necessidade de vinculação para os bancos múltiplos entre as fontes dos recursos captados pelas diversas carteiras e suas aplicações, exceto para os casos previstos na legislação e regulamentação específicas.

Na prática, a reforma de 1988, que teve como inspiração o modelo alemão, um modelo caracterizado pela grande concentração e dominado pelos bancos universais, apenas oficializou um processo de concentração e conglomeração dos bancos que vinha se desenvolvendo nos anos 70 e 80, processo esse estimulado inclusive pelo governo, que visava uma redução dos custos e a ampliação dos serviços bancários. Assim, como reflexo da reforma de 1988, a estrutura do mercado bancário nacional passou a ser dominada pela figura dos bancos múltiplos. Estes bancos múltiplos, no entanto, diferentemente dos bancos universais alemães, não se empenharam no apoio ao financiamento de longo prazo. Suas operações são concentradas, sobretudo, no curto prazo. O gráfico a seguir demonstra essa concentração em curto prazo das operações de crédito com recursos livres do SFN.

GRÁFICO 2.4 – OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SFN COM RECURSOS LIVRES: MATURIDADES MÉDIAS



FONTE: IPEADATA.

Pelo gráfico 2.4 percebe-se que apesar da relativa melhora no prazo médio total das operações com recursos livres (pessoa física mais pessoa jurídica), este prazo é ainda muito curto, pois no eixo vertical, medido em dias, apenas as operações para pessoa física chegaram a superar o prazo médio de um ano no período considerado.

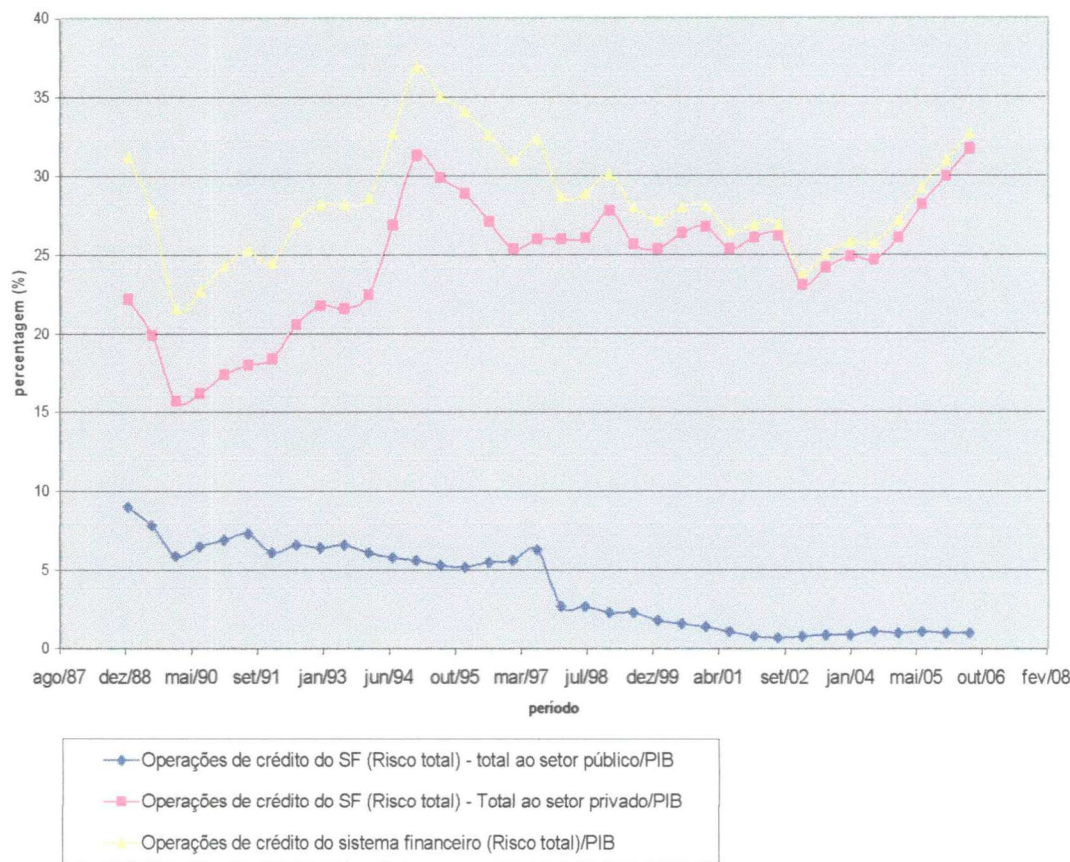
2.4.2 Problemas e Deficiências do SFN

Na avaliação de PAULA & LEAL³⁹ (2002), um grande entrave ao crescimento econômico no Brasil são as dificuldades que encontram os agentes econômicos para obter crédito. Isso pode ser verificado pelo baixo valor da relação crédito/PIB demonstrado pelo gráfico 2.5, onde se exhibe além da relação crédito/PIB total do

³⁹ PAULA, Luiz Fernando de.; LEAL, Rodrigo Mendes. **Custo do Crédito no Brasil**: uma avaliação recente. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 109, abr. 2002.

SFN, sua divisão entre a parcela destinada ao setor público e a parcela destinada ao setor privado.

GRÁFICO 2.5 – RELAÇÃO CRÉDITO/PIB - TOTAL, PRIVADO E PÚBLICO



FONTE: Elaboração própria com dados do BACEN/BCB-DEPEC.

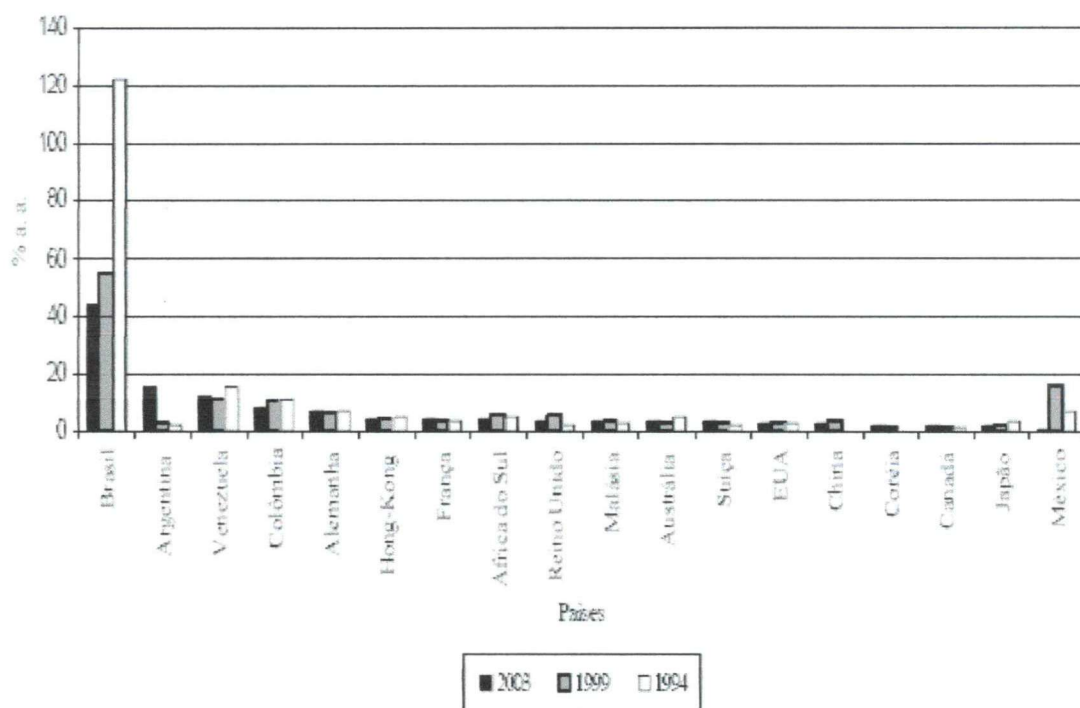
No gráfico acima, um ponto de destaque é que nos últimos anos, mais especificamente a partir de 2003, verifica-se um crescimento da relação crédito/PIB no país. Esse crescimento se deve pelo crescimento das operações com recursos livres, e dentro destas, pelo grande aumento que ocorreu no crédito para pessoa física, o qual foi puxado pelo crescimento do crédito direcionado, enquanto o crédito para pessoa jurídica se manteve mais ou menos estável no período analisado.⁴⁰ No entanto, apesar do crescimento recente nessa taxa, o nível ainda é muito baixo, não

⁴⁰ Para maiores detalhes, ver PAULA & LEAL (2002).

chegando no período a 40% do PIB, e sendo que parte do crédito, apesar de ter declinado durante o período analisado, ainda se destina ao setor público.

A baixa relação crédito/PIB se deve, principalmente, a presença de altíssimas taxas de juros, tanto para empréstimos quanto para a captação (no mercado monetário), e também, conseqüentemente, de elevados *spreads*⁴¹ bancários. Os dados sobre *spreads* e as taxas de juros nas operações de crédito são apresentados a seguir (gráfico 2.6 e 2.7)

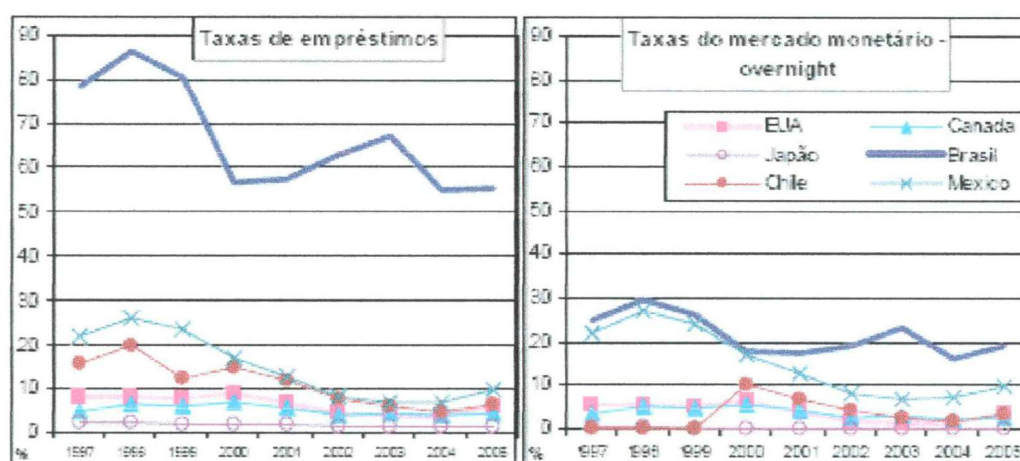
GRÁFICO 2.6 – SPREAD BANCÁRIO NO BRASIL E NO MUNDO



FONTE: PAULA, Luiz Fernando de Paula et al. Determinantes Macroeconômicos do *Spread* Bancário no Brasil: Teoria e Evidência Recente. Programas de Seminários em Desenvolvimento Econômico, UFPR, 2005.

⁴¹ Spread bancário: é medido pela diferença entre as taxas de empréstimos e as taxas de remuneração dos depósitos e é um importante indicador para avaliar o custo de intermediação Financeira no país.

GRÁFICO 2.7 – TAXAS DE EMPRÉSTIMOS E DE CAPTAÇÃO



FONTE: PAULA & LEAL (2002).

Os dados mostram que, no Brasil, o nível das taxas nominais de empréstimos é sensivelmente maior que o nível das taxas do mercado monetário (taxa overnight no gráfico) ⁴². Os dados referentes ao spread comprovam tal fato.

É importante ressaltar novamente que esse comportamento das taxas de juros e dos *spreads* principalmente, estão fortemente relacionados ao cenário macroeconômico ou mais especificamente, à incerteza macroeconômica presente nele. Em alguma medida, por exemplo, são relacionados ao comportamento da taxa SELIC⁴³, taxa básica de juros da economia, a qual afeta também o volume e o prazo do crédito. Estes últimos, por sua vez, estão intimamente ligados à estabilidade macroeconômica, pelo nível de emprego e pelo próprio crescimento econômico. (PAULA & LEAL, 2002, p. 10).

Outros fatores amplamente citados que contribuem para o custo do crédito e principalmente para o nível de *spreads* dos bancos são: a presença de um setor bancário oligopolista, o compulsório elevado sobre depósitos que exige o Banco Central, a tributação excessiva sobre operações de crédito, o volume do crédito direcionado; e, principalmente, o efeito *crowding out*. Ainda com relação aos *spreads* altos, há autores que salientam também a volatilidade da taxa de câmbio e o

⁴² As taxas de mercado monetário são medidas pelo nível da taxa overnight, a qual é uma medida próxima para se avaliar o custo de captação.

⁴³ Taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia): é divulgada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM). É a taxa *prime* do mercado, que regula as operações diárias com títulos públicos federais, pois é a sua média diária que reajusta diariamente os preços unitários (PU) dos títulos públicos. Representa a taxa pela qual o BACEN compra e vende títulos públicos federais ao fazer sua política monetária.

crescimento da produção industrial, cujo baixo crescimento amplia o nível de inadimplência dos empréstimos e aumenta a aversão ao risco dos bancos.⁴⁴

Dos fatores citados, o principal problema do SFN é sem dúvida a ocorrência do efeito *crowding out*. Esse efeito atua como uma pressão contrária ao crédito para o setor privado, porque desloca o crédito dos bancos e instituições Financeiras para financiar a dívida pública.

A maior parte da dívida interna do governo federal se encontra nos ativos das instituições Financeiras. Os bancos e as Instituições Financeiras em geral, inclusive fundos mútuos e de previdência, preferem deter em seus portfólios os títulos da dívida, dado que apresentam uma combinação de risco baixo e retorno positivo incomparável no Brasil, ao invés de reterem ativos de maior riscos, como os empréstimos bancários.

O efeito *crowding out* atua de maneira negativa do ponto de vista de desenvolvimento econômico, por que gera uma espécie de ciclo vicioso no qual o governo se endivida cada vez mais, as Instituições Financeiras obtêm lucros extraordinários, possibilitados pela elevadíssima taxa de juros da economia (taxa SELIC), que remunera os títulos públicos e faz com que os spreads aumentem, e faz, por sua vez, com que o setor privado seja impossibilitado de obter o crédito necessário para seus projetos de investimento ou que quando o obtenha, este seja sensivelmente mais caro.

Em resumo, como é alta a taxa SELIC no país, que remunera os títulos públicos e a qual serve de base para as outras taxas da economia, os bancos preferem reter estes títulos, os quais apresentam riscos menores, do que outras aplicações e operações como os empréstimos. Esse fato aumenta o custo da intermediação Financeira para as empresas e contribui principalmente para uma baixa oferta de crédito privada, concentrada no curto prazo.

O efeito citado também contribui para um Funding não desenvolvido pelo mercado de capitais. O principal problema deste mercado no Brasil é que ele não gera o Funding necessário para atender as necessidades de financiamento de longo prazo da economia e não gera, principalmente, porque a alocação de poupança

⁴⁴ Para maiores detalhes, ver OREIRO, J. I. et al. Spread Bancário no Brasil: Determinantes e Proposições de Política. In: SICSÚ, J.; PAULA, L.F. de; RENAUT, M. **Novo Desenvolvimentismo**: um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social. 1. ed. São Paulo: Manole, 2005, p. 347-378.

privilegia o setor público em detrimento do privado e, por sua vez, também aumenta o custo do Funding para as empresas⁴⁵. São vários os motivos para esse quadro, sendo um deles o fato de que mais da metade da população brasileira não consegue ter uma sobra em sua renda para poder aplicar no mercado Financeiro. Este fato se deve a presença no Brasil de uma das piores concentrações de renda do mundo, o que faz com que apenas as famílias de rendas mais elevadas destinem suas poupanças para a compra de colocações.

Outra maneira para se realizar o Funding pelo mercado, dada à baixa captação de recursos de longo prazo das famílias, seria recorrer aos recursos dos investidores institucionais (fundos mútuos de investimento, fundos de pensão, seguradoras). No entanto, mesmo para os investidores típicos de longo prazo, no Brasil, há uma preferência “curto-prazista” e também por títulos da dívida pública, em desfavor das ações e títulos de dívida das empresas privadas.⁴⁶

Considerando esta propensão do SFN a fornecer financiamento ao setor público brasileiro, não é de surpreender que as operações de Finance realizadas pelos bancos comerciais e múltiplos no país, sejam realizadas a custos extremamente altos para as empresas, bem como as operações de Funding ou financiamento de longo prazo estejam concentradas numa única instituição Financeira, o BNDES.

2.5 CONCLUSÃO

Foram apresentados neste capítulo os diferentes modelos de sistemas financeiros tidos como funcionais a seus respectivos países segundo a classificação de Zysman (1983). Primeiramente, o sistema baseado no mercado de capitais, que se desenvolveu primeiramente no Reino Unido e nos Estados Unidos, e cuja característica básica é o fato de ser o mercado o local onde as operações de funding ocorrem com maior relevância. Nesse sistema cabe aos bancos de investimento o papel de intermediário nas operações de Funding, enquanto os bancos comerciais

⁴⁵ Para o Funding, a alocação de poupança é relevante.

⁴⁶ Para maiores detalhes, ver KUMAR, Anjali. **Políticas públicas para o setor Financeiro**. Banco Mundial: out 2002.

ficam responsáveis pelo Finance. Em seguida, foram descritos 2 tipos de estruturas financeiras alternativas, sendo os dois modelos baseados em crédito. São eles: o modelo do tipo alemão, baseado no crédito privado e grandemente apoiado na figura dos bancos universais, que era autorizado a operar tanto em segmentos de curto e longo prazo; e o modelo do tipo japonês, baseado no crédito público.

Os dois modelos baseados no crédito encontraram formas alternativas, uma relacionada ao setor privado e outra ao setor público, de mitigar os riscos e a fragilidade financeira que é associada aos processos de crescimento de investimento baseados fundamentalmente no Finance, pois apesar de não contarem com mercados de capitais desenvolvidos para a realização do funding, desenvolveram mecanismos alternativos para a realização deste, a saber: o financiamento de longo prazo ofertado pelos bancos universais ou múltiplos no caso alemão, e o financiamento ofertado por uma série de instituições e bancos públicos como bancos de desenvolvimento e agências governamentais nos modelos do tipo japonês.

Com relação ao Sistema Financeiro Nacional (SFN), também abordado neste capítulo, destaca-se que não pode se enquadrar, especificamente, como um dos sistemas da classificação de Zysman (1983), pois há a presença na economia brasileira de mecanismos não plenamente desenvolvidos dos 3 tipos de sistemas. Verifica-se no SFN que o Funding das empresas pode ser realizado fundamentalmente por dois caminhos: através de emissões de títulos (ações e debêntures) no mercado primário, ou então através do crédito de longo prazo do BNDES. Percebe-se no sistema brasileiro, que esse segundo caminho é de maior relevância e importância para as empresas no país. Dessa forma, pode-se dizer que o SFN é mais voltado para as relações de crédito. Apesar disso, no entanto, o sistema presente no Brasil é claramente não-funcional ao desenvolvimento econômico, principalmente pela perspectiva macroeconômica. Essa não-funcionalidade está ligada aos problemas do SFN como uma baixa relação crédito/PIB, altas taxas de juros, tanto para a captação de recursos quanto às de empréstimos, bem como elevados spreads, e que caracterizam a intermediação financeira no Brasil como cara e superficial. Dentre estes problemas, destaca-se um agravante, a propensão do SFN a fornecer financiamento ao setor público em detrimento do setor privado, o efeito *crowding out*.

Os bancos e instituições financeiras em geral, inclusive os chamados investidores institucionais, típicos demandantes de títulos de longo prazo, preferem alocar seus recursos e compor seus portfólios em títulos da dívida pública, pois estes apresentam uma combinação de baixo risco e retorno extremamente positivo no Brasil - consequência da alta taxa que remunera estes títulos públicos (Taxa SELIC) - ao invés de reterem ativos de maior risco como empréstimos bancários, no caso dos bancos, ou títulos de empresas privadas de LP emitidos no mercado de capitais. Consequentemente há um efeito negativo tanto para a oferta de Finance por parte dos bancos comerciais e múltiplos, pois o custo da obtenção deste aumenta, como também para o funding, uma vez que mesmo a poupança dos investidores institucionais é preferivelmente alocada em títulos de prazos mais curtos e em títulos da dívida. Assim, as empresas investidoras que necessitam de Funding preferem, em virtude de uma fraca demanda por seus títulos no mercado, buscar outras formas para a consolidação de suas dívidas e projetos de investimento. A principal destas formas no Brasil é o crédito de longo prazo via BNDES.

3 UM MODELO DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO MERCADO DE CAPITAIS

3.1 INTRODUÇÃO

No Sistema Financeiro Nacional, caracterizado como um sistema baseado nas relações de crédito, as empresas privadas podem realizar o Funding de duas maneiras diversas. A primeira é recorrer ao financiamento de longo prazo realizado pelo BNDES, uma vez que nas instituições privadas concentram-se nos empréstimos de curto prazo, e segunda forma é realizar o Funding diretamente no mercado de capitais, ou seja, através da emissão de colocações (ações e títulos) no mercado primário, operações estas que podem ser intermediadas pelos bancos de investimento ou bancos múltiplos com carteira de investimento.

Apresentar-se-á neste capítulo um modelo de financiamento de longo prazo especialmente pelo mercado de capitais, proposto por DAVIDSON (1968) que descreve a relação entre o processo de acumulação de capital e a oferta de crédito de longo prazo, mas também que nos ajuda a perceber a influência de um financiamento de longo prazo baseado no crédito, especificamente, através de crédito via banco de desenvolvimento.

Nesse modelo de financiamento são as decisões de portfólio dos poupadores que são importantes. Isso se deve porque as motivações de poupadores e investidores são diferentes. Poupadores estão interessados na posse de riqueza somente como uma reserva de valor⁴⁷, enquanto investidores desejam o fluxo dos serviços produtivos associados aos bens de capital. Portanto, as decisões de alocação de portfólio e de investimento, dado suas motivações diferentes, dependem de diferentes conjuntos de preços. Especificamente, as de portfólio, que são as que interessam para o financiamento de longo prazo, dependem do preço das colocações (ações e títulos de dívida), enquanto as de investimento dependem do preço relacionado à oferta de bens de capital.⁴⁸

⁴⁷ Reserva de Valor ou riqueza: interessam a eles gerenciar sua riqueza de forma a obter maiores ganhos e diminuir os riscos.

⁴⁸ Não há nenhum relacionamento direto importante entre os níveis de preço citados, à exceção do mecanismo da taxa de juros.

3.2 O MODELO PROPOSTO POR DAVIDSON

No modelo, parte-se do princípio que, em algum período de tempo, há um estoque dado de colocações⁴⁹. Esse estoque é representado por S_p e é perfeitamente inelástico, ou seja, uma reta vertical. S_p pode ser definido como as colocações disponíveis ao público geral em dado ponto do tempo, sendo igual à diferença entre todas as colocações previamente emitidas existentes (α_p) e aquelas colocações retidas no presente pelo sistema bancário (α_p^b), ou seja:

$$S_p = \alpha_p - \alpha_p^b = \alpha_p^s \quad (1)$$

Como componente da oferta total de colocações, há além do estoque, o fluxo de oferta de novas colocações (s_p) oferecidas ao público. Este é dado pela seguinte função:

$$s_p = f_2(p_k, I_n, g, h, p_p) \quad (2)$$

onde:

g – Corresponde à fração do custo de Investimento Líquido (I_n) que é financiado pela empresa externamente, ou seja, através de empréstimos de terceiros e não através dos lucros da empresa;

h – fração de financiamento de longo prazo que é fornecida pelo sistema de operação bancária;⁵⁰

p_p – preço de mercado das colocações;

p_k – preço do bem de capital;

I_n – corresponde ao investimento bruto menos a depreciação.

⁴⁹ Colocações são as emissões realizadas no mercado primário. Em sua maioria são ações e títulos de dívida (debêntures).

⁵⁰ É o valor dessa fração que se modifica se variar o fluxo de oferta de financiamento do BNDES.

Em equilíbrio a quantidade de Investimento líquido (I_n) é igual à diferença entre a quantidade de fluxo de oferta de bens de capital (s_k) e a assim, como $p_k \cdot (s_k - d_k)$. Considerando os valores de g e h como definidos exogenamente, $\bar{g}$ e $\bar{h}$, podemos reescrever a equação (2) como segue:

$$s_p = \frac{\alpha_p^s + (1 - \bar{h})(\bar{g})[p_k(s_k - d_k)]}{p_p} \quad (3)$$

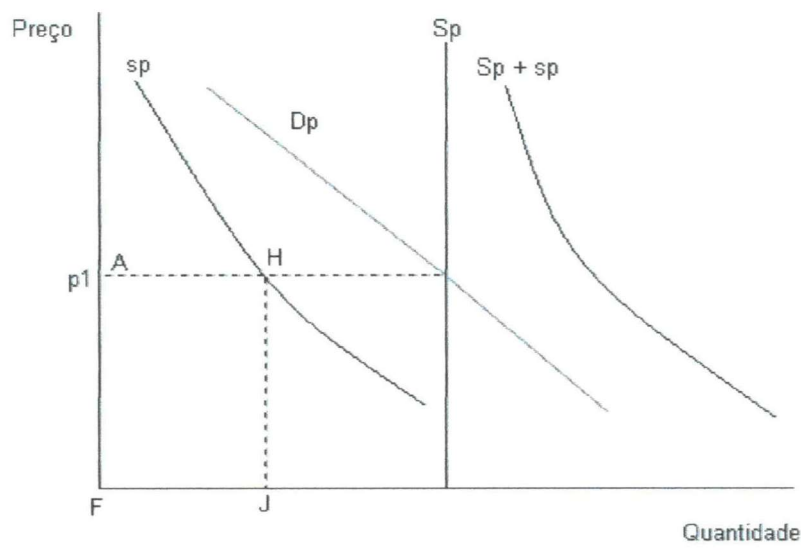
Percebe-se pela equação que o fluxo de novas colocações relaciona-se inversamente ao preço das colocações. Assim, dado qualquer nível de investimento líquido para ser financiado através de novas emissões ao público, e *ceteris paribus*, às outras variáveis, a quantidade de oferta de novas colocações que deve ser vendida para fornecer fundos ao nível de investimento desejado declina quando o preço de mercado das colocações aumenta, o que faz com que a curva de fluxo de oferta de colocações (s_p) seja uma hipérbole retangular.

Tendo as equações de estoque e fluxo de oferta de colocações, podemos obter a equação de oferta total somando-as:

$$S_p + s_p = \frac{\alpha_p^s + (1 - \bar{h})(\bar{g})[p_k(s_k - d_k)]}{p_p} \quad (4)$$

Graficamente, podemos obtê-la também pela soma das curvas de estoque (S_p vertical) com a curva de fluxo (s_p – hipérbole retangular). Assim, observa-se no gráfico 3.1:

GRÁFICO 3.1 – OFERTA E DEMANDA POR COLOCAÇÕES



FONTE: DAVIDSON (1968).

A demanda por colocações é representada também no gráfico acima e ela é tratada fundamentalmente como uma demanda de estoque, pois o público demanda as colocações como uma reserva de valor. Essa demanda requer que os poupadores decidam quanto desejam manter de sua riqueza na forma de colocações e quanto na forma de depósitos à vista (dinheiro – M_1). É esse ponto que torna as decisões de portfólio relevantes. Assumindo que os poupadores esperam que o preço futuro dos bens de consumo seja igual ao preço presente e que o dinheiro ou então as colocações sejam as únicas formas de riqueza que os poupadores podem alocar, então, a disposição para reter cada uma das formas irá depender do retorno esperado de cada uma delas.

O retorno esperado das colocações, que é inversamente relacionado ao nível de preço corrente destas, depende, conseqüentemente, dos seus preços futuros esperados. Para cada mudança nos preços das colocações, então o ganho ou perda de capital pode ser antecipado. Já o retorno da moeda, por outro lado, é o rendimento da conveniência de possuir o dinheiro para quaisquer eventualidades, dívidas, transações, e é assim relacionado ao volume esperado de transações entre

periodos de pagamento, isto é, destina-se, sobretudo para atender os motivos transacionais, precaucionais e de Finance.⁵¹

Como as expectativas sobre os preços futuros das colocações são incertas, o indivíduo irá tentar gerenciar seu estoque de riqueza da maneira mais eficiente possível sendo sujeito a dois tipos de risco: (1) risco de renda, e (2) risco de capital. Se o indivíduo mantém sua riqueza na forma de moeda, ele perderá renda futura (posse da colocação), mas ainda manterá sua riqueza intacta (risco renda). Se, por outro lado, ele reter colocações, ele obterá renda futura, no entanto, com riscos de perder renda real (risco capital). De modo geral, a demanda por colocações dos poupadores pode ser derivada considerando: as expectativas do público sobre o futuro dos preços das colocações, suas situações presentes de portfólio e as suas aversões as risco de renda e capital. Especificamente, essa demanda envolve várias variáveis e pode, segundo DAVIDSON (1968), ser representada pela função:

$$D_p = f_5(p_p, \bar{R}, \lambda, \beta, \gamma, e, V) \quad (5)$$

onde:

D_p – corresponde à demanda de mercado por colocações (tratada como estoque);

p_p – preço de mercado das colocações;

$\bar{R}$ – reivindicação de renda “certa” por colocação: é a renda garantida por cada colocação, que no final do contrato, o detentor obterá (por exemplo, \$1 como unidade de medida por colocação);

λ – um conjunto de expectativas sobre a taxa de mudança dos preços das colocações futuras;

β – aversão do público ao risco de renda;

γ – aversão do público ao risco de capital;

e – representa o número de poupadores e a distribuição da poupança entre eles;

⁵¹ Segundo a visão Keynesiana é o medo de não poder honrar seus compromissos de fluxos de saída de dinheiro em algum ponto do futuro incerto que conduz a uma demanda por liquidez, demanda essa que pode ser tanto por ativos líquidos (como colocações) bem como por ativos completamente líquidos, a moeda. Esses dois tipos de ativos são usados pelos poupadores como reserva de valor, de forma a transferir poder aquisitivo com o passar do tempo.

V – definido como os saldos totais de dinheiro retidos pelos poupadores como uma reserva de valor (M_2) mais o valor total de mercado das colocações retidas pelo público.

Sendo β , γ e V constantes, para um conjunto dado de expectativas λ , e ainda considerando e e $\bar{R}$ inalterados, a demanda por colocações é inversamente relacionada com os seus respectivos preços, ou seja, quanto menor o preço das colocações maior deve ser a demanda e preferência do público para reter colocações.⁵²

Para entender-se como “entra” no modelo a oferta de crédito, considerando a demanda por colocações como estoque, assuma agora que ocorra um aumento na demanda por bens de capital dos investidores devido a uma melhoria exógena nas expectativas de lucro em dado período. Em virtude destas expectativas melhores há uma demanda adicional por dinheiro para financiar o investimento líquido (ΔI_n), ao nível de renda inicial. Se essa demanda for atendida com crédito de curto prazo pelos bancos (Finance), então, *ceteris paribus*, a quantidade de dinheiro da sociedade é aumentada e deve ser equivalente à ΔC :

$$\Delta M = \Delta C \quad (6)$$

onde:

ΔC corresponde ao aumento dos custos de produção de bens de investimento quando o investimento líquido aumenta ($\Delta I_n > 0$). ΔC é representado no gráfico anterior, dado pela sequência dos pontos AHJF, e que é igual também ao valor fluxo de oferta de novas colocações.

A partir dos fundos criados pelos bancos para atender as empresas investidoras, gera-se no final do ciclo uma renda aos donos dos fatores engajados na indústria de bens de capital, através do processo multiplicador, essa renda é

⁵² Em uma economia onde a forma principal de dinheiro são os depósitos à vista, decisões de portfólio em combinação com as operações do sistema bancário é que irão determinar que proporção da riqueza total real da comunidade será possuída pelos poupadores e que proporção pelo sistema bancário.

chamada poupança e, para uma economia fechada e sem governo⁵³, é de igual valor ao investimento. Essa maior renda que acaba por aumentar a riqueza real da comunidade e, conseqüentemente, os seus saldos monetários (ΔM), que é de igual valor a ΔC .

Parte dos novos saldos monetários retidos pelos poupadores é permanentemente absorvida em saldos ativos (ΔM_1), os quais se destinam fundamentalmente para fins transacionais, outra parte, porém, transforma-se em saldos inativos (ΔM_2), isto é, servem para a compra no mercado de novas colocações e, portanto, em fontes de recursos para o Funding das empresas. Em resumo, têm-se no final do processo de investimento, financiado inicialmente com crédito dos bancos comerciais de curto prazo, um outro aumento na poupança de igual valor ao investimento acompanhado da posterior elevação dos saldos inativos M_2 .

A variação ΔM divide-se, assim, entre ΔM_1 e ΔM_2 . Destes, somente ΔM_2 se destina ao Funding ou financiamento de longo prazo das empresas, e este é assim, evidentemente menor que ΔM . Posto isso, como a oferta de novas emissões deve ser equivalente a ΔM e ΔC , o crescimento da demanda por novas colocações não será suficiente para igualar a oferta total de colocações ao preço p_1 . Para que a demanda e a oferta total de colocações sejam iguais novamente, um novo equilíbrio tem de ocorrer e este deve ser fundamentalmente a um preço mais baixo, p_2 .

Este ponto p_2 é o preço novo das colocações, tendo como premissa a ausência de efeito riqueza⁵⁴, ou seja, quando $j = 0$. Se, por outro lado, o efeito riqueza for relevante ($j > 0$), a magnitude da preferência do público para demandar colocações (M_2) diminuirá, pois o aumento dos saldos monetários faz com que ocorra um aumento no valor de V (saldos totais de dinheiro retidos pelos poupadores em M_2 mais o valor total das colocações retidas pelo público), uma das variáveis que afetam a demanda por colocações, e que faz com que a curva de demanda por colocações mude sua inclinação. Conseqüentemente, um novo ponto de equilíbrio só ocorrerá a um nível mais baixo ainda de preços (e maior taxa de juros).

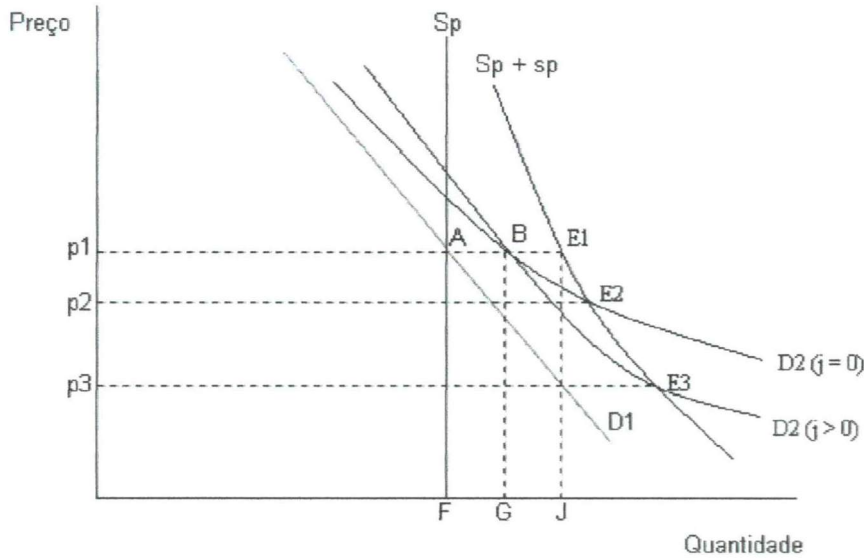
Para que ΔM_2 seja, mais uma vez, suficiente para aumentar a demanda ao nível exigido de novas colocações, o preço, considerando o efeito riqueza (j), deverá

⁵³ Hipótese assumida neste modelo.

⁵⁴ É o aumento em V , motivado pelo crescimento de ΔM_2 , que se refere ao efeito riqueza (j).

cair ainda mais, ao nível p_3 . Apenas a esse preço a demanda e oferta de colocações, esta necessária para a consolidação das dívidas das empresas (Funding), serão iguais novamente. O gráfico 3.2 descreve estas situações.

GRÁFICO 3.2 – FINANCIAMENTO NO MERCADO DE CAPITALIS



FONTE: DAVIDSON (1968).

Com um menor nível de preços a taxa de juros destas colocações necessariamente deve subir, supondo que os dividendos pagos a cada período no caso das ações e/ou os cupons (C) no caso dos títulos de dívida mantenham-se constantes. Cupons são os pagamentos realizados antes do vencimento do título e os títulos que prometem esses pagamentos de cupom são chamados de títulos com cupom. Estes títulos também realizam um pagamento final no vencimento do título, chamado de valor de face (VF). Para melhor entendermos a relação dos preços das colocações com a taxa de juros destes, que é a taxa de juros de longo prazo com que empresários desejosos por Funding e poupadores se deparam no mercado, vejamos a fórmula para definição de preço de um título de dívida:

$$P = \frac{C}{(1+i)} + \frac{C}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C}{(1+i)^N} + \frac{VF}{(1+i)^N} \quad (7)$$

Onde:

C - pagamento de cupom;

V - valor de face do título;

i - taxa de juros, suposta igual para cada período;

Perpetuando essa equação para tempo futuro indefinido, ou seja, quando são realizados pagamentos de cupom indefinidamente com o valor de face não sendo resgatado, e supondo constantes os pagamentos do cupom e a taxa de juros em todos os períodos, a equação (7) acima fica:

$$P = \frac{C}{(1+i)} \left[1 + \frac{1}{(1+i)^2} + \frac{1}{(1+i)^3} + \dots \right] \quad (8)$$

Como o termo entre colchetes nada mais é do que a soma de uma progressão geométrica infinita (P.G.infinita)⁵⁵, resolvendo este termo e fazendo as devidas simplificações, a equação (8) ainda pode ser reescrita como:

$$P = \frac{C}{i} \quad (9)$$

Observa-se pela equação (9) a relação inversa entre o preço dos títulos de dívida e a taxa de juros. Cabe destacar que no caso de ações, a relação continua válida, com a diferença de que os pagamentos de cupom inexistem e devendo ser substituídos pelo pagamento de dividendos na fórmula. Portanto, dado essa relação inversa para todas as colocações, uma variação negativa no preço das colocações (para p_2 ou p_3 no gráfico 3.2), deve provocar necessariamente uma elevação na taxa de juros das colocações, do contrário, parcela das colocações não será demandada pelos poupadores.

Em resumo, para que o preço das colocações inicial de equilíbrio p_1 se mantenha constante, admitindo que os poupadores não alterem suas expectativas a respeito do nível futuro de preço das colocações e também o sentimento deles sobre

⁵⁵ Resolução: Soma de uma P.G. infinita = $\left[1 + \frac{1}{(1+i)} + \frac{1}{(1+i)^2} + \dots \right] = \frac{1}{1 - \left(\frac{1}{1+i} \right)} = \frac{1}{\frac{i}{1+i}} = \frac{1+i}{i}$

os riscos de renda e capital, deverão os bancos ou então a Autoridade Monetária interferir adquirindo algumas das colocações adicionais. Se isso não ocorrer, a taxa de retorno destas colocações deverá aumentar e para isso, seus respectivos preços deverão cair, de forma a induzir os poupadores a alterar suas relações de portfólio de retenções em dinheiro para absorção das colocações.

A taxa de retorno citada acima é nada mais do que a taxa de juros de longo prazo das colocações estipulada pelo mercado e, para que esta permaneça constante, não tendo que aumentar para atender o investimento líquido do período, com a consequência posterior de encarecer o processo de investimento, uma vez que reduz a demanda por novos investimentos e assim também o ritmo de crescimento da economia, a “saída” será, mantidas constantes as expectativas, ou a aquisição das colocações pelos bancos, ou então o aumento de ΔM em uma medida superior ao valor de ΔC por parte da Autoridade Monetária.

Basicamente, uma taxa de crescimento de M em cada período será necessária para manter a taxa de juros de longo prazo constante. Essa taxa, segundo DAVIDSON (1968), irá depender de 3 fatores:

- das magnitudes de g e h ;
- da propensão marginal para aumentar M_1 (saldos ativos) quando a renda se eleva;
- e de m , isto é, da propensão marginal para reter colocações com mudanças em M_2 . Este valor deve estar necessariamente entre 0 e 1, e quanto mais próximo de 1 for m , menos saldos monetários será alocado em saldos ativos (dinheiro e depósitos bancários) e a maior parte em saldos inativos (colocações), sendo maior M_2 .

3.3 A INFLUÊNCIA DE UM BANCO DE DESENVOLVIMENTO NO MERCADO DE CAPITAIS

Apresentado o modelo de DAVIDSON de maneira geral em seus principais pontos, cabe agora uma questão: Como a presença de um banco de desenvolvimento que oferta crédito de longo prazo afeta o Funding pelo mercado de capitais?

Para responder a essa pergunta assumiremos que o Funding necessário ao processo de investimento das empresas só pode ser feito de duas formas: a primeira, o Funding propriamente dito, através da emissão no mercado primário de colocações; e a segunda, através da oferta de crédito de longo prazo feita através de um único banco de desenvolvimento, caso este semelhante ao papel do BNDES na economia brasileira.

A variação, positiva ou negativa, do crédito de longo prazo feita por um banco de desenvolvimento afeta a variável h , que é fração de financiamento de longo prazo⁵⁶ fornecida pelo sistema de operação bancária e, como assumimos acima, é fornecida por um único banco. Esta variável é um dos fatores que afeta o fluxo de oferta de novas colocações (s_p) e consequentemente, a oferta total ($S_p + s_p$). Observando a equação de oferta total de colocações novamente, a saber:

$$S_p + s_p = \frac{\alpha_p^s + (1 - \bar{h})(\bar{g})[p_k(s_k - d_k)]}{p_p} \quad (4)$$

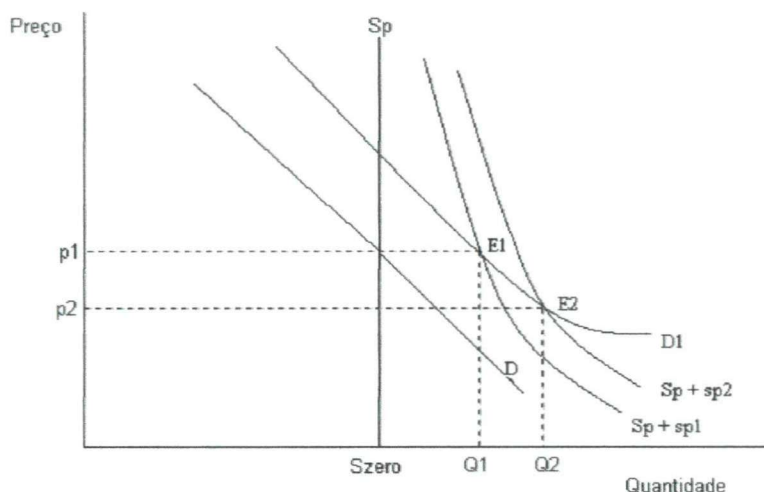
Nota-se pela equação que quanto maior o valor de h (oferta de crédito de longo prazo por um banco de desenvolvimento), ou seja, quanto mais próximo de 1 encontrar-se, mais próximo de zero será o fluxo de oferta de novas colocações (s_p) e consequentemente, menor a oferta de novas colocações realizada pelo mercado. Graficamente, a consequência é que quanto maior o financiamento de longo prazo oferecido pelo banco (h), mais próximo da curva de oferta de estoque (S_p) estará a curva de oferta total ($S_p + s_p$).

De forma inversa, podemos dizer que quanto menor for a oferta de crédito de longo prazo realizada pelo banco de desenvolvimento, as empresas para obter o Funding necessário, terão de emitir um volume maior de colocações no mercado de capitais. Para absorção desse maior fluxo de colocações, partindo do estado estacionário, um novo equilíbrio tem que ocorrer, e fundamentalmente a um nível mais baixo de preço do que o de equilíbrio. Para entendermos esse argumento,

⁵⁶ O valor de h estará, portanto, obrigatoriamente, entre 0 e 1.

assuma que ocorra uma retração no crédito de longo prazo ofertado pelo banco de desenvolvimento na economia. O gráfico 3.3 ilustra esse exemplo.

GRÁFICO 3.3 – RETRAÇÃO DA OFERTA DE CRÉDITO DE LONGO PRAZO DE UM BANCO DE DESENVOLVIMENTO



FONTE: Elaboração própria.

Observa-se no gráfico um deslocamento da curva de oferta total de colocações para a direita. Este deslocamento tem como ponto inicial de equilíbrio E_1 , onde se interceptam as curvas de oferta total de colocações antes da redução de h , com a curva de demanda por colocações deslocada pelo aumento em ΔM_2 desconsiderando o efeito riqueza. Neste ponto, assume-se que ΔM_2 seja de igual valor a ΔC e que, portanto, a Autoridade Monetária, para manter a taxa de juros de longo prazo constante, e assim o nível de preço inicial p_1 também, aumentou a oferta monetária total ΔM em valor maior que ΔC .

Efetuada a retração do crédito pelo banco de desenvolvimento, a oferta total de colocações passará de $S_p + s_{p1}$ para $S_p + s_{p2}$, o que, por sua vez, fará com que, mantido os níveis de investimento líquido e a oferta monetária aumentada pela Autoridade Monetária em ΔM ⁵⁷, o ponto de equilíbrio só ocorrerá em E_2 , a um nível de preço mais baixo, p_2 . Apenas neste ponto mais baixo a demanda e oferta de colocações totais voltam-se a se igualar. Uma observação importante que cabe

⁵⁷ Esta suposição é essencial para fazer com que a demanda por novas colocações permaneça constante.

realizar é o fato que este ponto p_2 ocorre em um nível ainda maior do que seria caso considerássemos o efeito riqueza (j).⁵⁸

Ao preço mais baixo, novamente, tem-se uma elevação na taxa de juros de longo prazo, para induzir a demanda dos poupadores a absorver o maior número de colocações ofertadas no mercado. Isso é claro, assumindo que mesmo com a retração do crédito de longo prazo do banco de desenvolvimento, as empresas mantenham seus planos e projetos de investimento, ou seja, mantenham ΔI_n . Para evitar que a taxa de juros de longo prazo do mercado venha a aumentar na economia, ocasionando uma perda do ritmo do crescimento do investimento, é necessário que a Autoridade Monetária, através do Banco Central, aumente ainda mais ΔM (e que seja ainda mais superior a ΔC), ou ainda que os outros bancos da economia absorvam o fluxo maior de oferta de colocações.

Com relação ao papel de um banco de desenvolvimento no fornecimento de crédito de longo prazo, tem-se que na medida em que fornece um mecanismo de Funding alternativo ao do mercado de capitais, contribui para que este mercado seja menos suscetível a variações nos preços das colocações e conseqüentemente, que a taxa de juros de longo prazo destas seja menos volátil.

3.4 CONCLUSÃO

A discussão apresentada nesse capítulo possibilitou um entendimento maior sobre o papel dos bancos de desenvolvimento em economias modernas, especialmente para o caso brasileiro, e suas relações para com o mercado de capitais.

No Brasil, o Funding pode ser realizado principalmente por duas vias: o crédito do BNDES e o Funding através da emissão primária no mercado de capitais, sendo maior, no entanto, a alternativa via BNDES. Para essas decisões de Funding, são importantes para análise as decisões de alocação dos saldos monetários dos poupadores, uma vez que a poupança é pré-condição para a realização do Funding.

Pelo modelo proposto por DAVIDSON (1968) presente no capítulo demonstrou que uma variação no nível de Investimento, ou seja, Investimento

⁵⁸ $S_p + sp_2$ considera, portanto, que $j = 0$.

líquido positivo (ΔI_n), se devidamente financiada com crédito de curto prazo dos bancos (Finance), deve aumentar a quantidade de dinheiro da sociedade (ΔM), a qual será igual ao aumento nos custos de produção dos bens de Investimento (ΔC), uma vez que $I_n > 0$. Parte dos saldos monetários criados pelo Finance, no entanto, não se destinam a compra e retenção de colocações, pois parte é destinada para ativos mais líquidos. A consequência disso é que, as empresas desejosas do Funding para consolidar suas dívidas de curto prazo com os bancos, terão uma demanda por colocações menor que a necessária para a realização do Funding pelo mercado, ao nível de preço inicial.

Supondo que os poupadores não alterem suas preferências por liquidez e nem os bancos ou a Autoridade Monetária interfiram na demanda por colocações, para que demanda e oferta de colocações novamente se iguale, o preço deverá necessariamente cair, fazendo com que a taxa de juros das colocações venha aumentar, dado a sua relação inversa com o preço das colocações. É importante destacar esse preço menor acompanhado da taxa de juros mais elevada, é ainda maior do que seria se for considerado o efeito riqueza (j). Este efeito mede a propensão marginal a demandar colocações quando muda o valor de V (saldos totais de dinheiro retidos pelos poupadores em colocações mais o valor total das colocações retidas pelo público), uma das variáveis que afetam a demanda por colocações, por causa de mudanças nos preços de mercado das colocações. Assim, uma variação nos preços das colocações para baixo, devido a uma maior oferta de colocações, deve induzir os poupadores a diminuírem suas preferências por colocações (M_2). É necessário consequentemente, um nível de preços ainda menor (taxa de juros maior), para que os poupadores mudem seus portfólios para absorção de nível maior de colocações.

São os preços de colocações menores (e taxas de juros maiores) que estimulam os poupadores a mudar suas preferências de liquidez e passarem a reter um maior nível de colocações.

A Autoridade Monetária ou mesmo os intermediários também podem interferir no mercado, de modo a fazer com que o preço das colocações não se altere. Para isso, os dois podem como compradores residuais, ou seja, através da compra das colocações não vendidas ao nível de preço inicial, ou então ainda, a Autoridade Monetária, através do Banco Central, pode aumentar os saldos monetários totais

(ΔM) em um valor maior que o de ΔC , necessário para o pagamento dos custos de produção elevados pelo investimento líquido, de forma com que a retenção de saldos inativos (em ΔM_2) seja suficiente para absorver a oferta de novas colocações e realizar, portanto, o funding no mercado a um nível de preço constante.

Os Bancos de Desenvolvimento, tratados também no capítulo presente, na medida em que afetam o fluxo de novas colocações no mercado para mais ou para menos, *ceteris paribus* para as demais variáveis, afetam os preços e as taxas de juros das colocações. Para o caso de uma retração na oferta de crédito de longo prazo (LP), caso analisado no capítulo, o fluxo de novas colocações no mercado deve aumentar, de modo que o preço deverá cair (e a taxa de juros subir) para compensar a retração de crédito de um banco de desenvolvimento. De forma inversa, podemos concluir que, uma maior oferta de crédito de longo prazo por um banco de desenvolvimento, pode atuar no sentido de minimizar as variações nos preços das colocações e a volatilidade de suas respectivas taxas de juros, e pode assim também reduzir a necessidade de uma atuação maior da Autoridade Monetária para manter constante o nível de preços face ao aumento do Investimento.

CONCLUSÃO

Pela análise Pós-Keynesiana adotada nesta monografia demonstrou-se que em sistemas financeiros o financiamento do investimento e a sua funcionalidade estão ligados a duas importantes etapas: o Finance e o Funding. Ficou claro também que a poupança só é relevante para a questão do Funding, fundamentalmente, quando esta é alocada em ativos de longo prazo conferindo aos sistemas financeiros uma maior funcionalidade.

O conceito de funcionalidade está estreitamente ligado, por sua vez, ao Funding, e destaca também os papéis importantíssimos dos sistemas financeiros em economias modernas, ao contrário da visão neoclássica que os enxergava como meros intermediários. Mitigar a fragilidade financeira, além de fornecer uma oferta adequada de Finance e Funding com o menor custo possível em períodos de crescimento econômico é, fundamentalmente, o que os caracteriza como funcionais a suas economias. Com relação ao processo de Funding, concluiu-se que apesar da abordagem Pós-Keynesiana destacar o Funding pelo mercado de capitais para a maior funcionalidade, ligados aos sistemas financeiros americano e inglês, existem várias evidências de outros sistemas, baseados em crédito, que foram igualmente funcionais a suas economias, como os casos alemão e japonês, em que se desenvolveram mecanismos alternativos para a realização do Funding.

Os modelos do tipo alemão se baseiam no crédito privado e principalmente na figura dos bancos universais, que são autorizados a operar tanto em segmentos de curto e longo prazo. Já os modelos do tipo japonês são baseados no crédito público e apresentam uma diversidade maior de instituições. Para mitigar os riscos e a fragilidade financeira que é associada aos processos de crescimento de investimento baseados fundamentalmente no Finance, estes dois sistemas alternativos disponibilizaram as empresas investidoras tanto o Finance, necessário ao início do projeto de investimento, quanto à canalização da poupança necessária para o Funding realizado através do financiamento indireto de longo prazo, ofertado pelos bancos universais ou múltiplos no caso alemão, e por uma série de instituições e bancos públicos como bancos de desenvolvimento e agências governamentais nos modelos do tipo japonês.

Com relação ao Sistema Financeiro Nacional (SFN) destaca-se que não é um sistema precisamente baseado em mercado ou em crédito, como em um dos sistemas da classificação de Zysman (1983), pois existe a presença na economia brasileira de mecanismos não plenamente desenvolvidos dos 3 tipos de sistemas. De modo geral, o Funding das empresas no SFN pode ser realizado por dois caminhos: através de emissões de colocações (ações e debêntures) no mercado primário, ou então através do crédito de longo prazo do BNDES, sendo que esse segundo caminho tem maior relevância e importância para as empresas, podendo-se dizer que o sistema nacional é mais voltado para as relações de crédito. Apesar disso o sistema presente no Brasil é claramente não-funcional ao desenvolvimento econômico, principalmente pela perspectiva macroeconômica. Essa não-funcionalidade está ligada aos problemas do SFN como uma baixa relação crédito/PIB, altas taxas de juros, tanto para a captação de recursos quanto às de empréstimos, bem como elevados *spreads*, e que caracterizam a intermediação financeira no Brasil como cara e superficial. Dentre estes problemas, destaca-se um agravante, a propensão do SFN a fornecer financiamento ao setor público em detrimento do setor privado, o efeito *crowding out*.

No caso tratado da influência dos Bancos de Desenvolvimento no processo de Funding, que se ocupou o capítulo 3, demonstrou-se que estes, na medida em que afetam o fluxo de novas colocações no mercado para mais ou para menos, *ceteris paribus* para as demais variáveis, afetam os preços e as taxas de juros das colocações. Para o caso de uma retração na oferta de crédito de longo prazo (LP), por exemplo, o fluxo de novas colocações no mercado deveria aumentar, de modo que o preço cairia (e a taxa de juros subiria) para compensar esta retração de crédito de um banco de desenvolvimento. De forma inversa, pode-se analisar que uma maior oferta de crédito de longo prazo por um banco de desenvolvimento atua no sentido de minimizar as variações nos preços das colocações e a volatilidade de suas respectivas taxas de juros no mercado, e que pode assim também, reduzir a necessidade de uma atuação maior da Autoridade Monetária para manter constante o nível de preços face ao aumento do Investimento.

Com relação ao Brasil, especificamente, dada uma conjuntura econômica de uma alta taxa de juros de base para a economia (taxa SELIC), o BNDES, ao manter uma taxa de juros em descompasso com a política monetária e, portanto, uma oferta

de longo prazo crescente, minimiza os efeitos das depressões nos preços das colocações no mercado e de elevações nas taxas de juros de longo prazo destas, fazendo com que a política monetária deva ser muito mais rígida para o controle da inflação. No entanto, a diminuição da oferta de crédito do BNDES não estimularia uma diminuição das taxas de juros de mercado, pelo contrário, os projetos que necessitassem de Funding contariam com um custo mais elevado e preços menores de oferta para colocações. A oferta de novas colocações efetivamente declinaria, sendo que apenas as grandes empresas conseguiriam um bom preço em suas colocações.

Em oposição, para o crescimento econômico o importante seria uma política para viabilizar o crescimento dos preços das colocações e a diminuição das taxas de juros. Esta só poderia ocorrer através de um aumento em ΔM , por parte da Autoridade Monetária, em valor superior ao ΔM_2 (e consequentemente a ΔC) que destina-se ao Funding dos projetos de investimento, e não apenas pela realização compras residuais ($\Delta M_2 = \Delta C$), mantendo constante o preço inicial. Um banco de desenvolvimento pode ajudar nesse processo, pois o aumento de sua oferta de crédito diminui a necessidade de intervenção da Autoridade Monetária para manter constante o nível de preços no mercado, aumentando o efeito de toda política que tenha por objetivo o aumento dos preços das colocações (e diminuição das taxas de juros), contribuindo para o crescimento econômico.

A discussão pró e contra o papel do BNDES está longe do fim, entretanto, uma conclusão pode ser apresentada para o caso brasileiro, este atua de forma funcional ao crescimento econômico quando aumenta sua oferta de crédito de longo prazo. Diminuir a oferta de crédito e destinar parte dela para a dívida pública poderia ajudar na redução da taxa SELIC, no entanto, com muitos efeitos adversos sobre a economia, frustrando vários projetos de investimento desejosos por funding e encarecendo o seu custo no caso de ser realizado pelo mercado. Além disso, essa medida, mesmo que fosse temporária, não é garantia que a distorção no mercado de Funding brasileiro, a saber, que a tendência dos poupadores em direção a financiar o setor público, será eliminada, e que as taxas de juros (básica e de empréstimos), spreads bancários, obtivessem uma significativa redução, uma vez que o setor bancário brasileiro é caracterizado por outros problemas, como a oligopolização.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, A.F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL: Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 15 out. 2006.

BASILIO, Flávio. **Crescimento, Vulnerabilidade, Poupança Externa: análise do debate macroeconômico brasileiro**. Monografia (Tese de Monografia) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2004.

BERTON, Anderson. **O Desenvolvimento do Mercado de Capitais é necessário para o Financiamento do Crescimento Econômico? Uma Análise Aplicada ao Caso Brasileiro**. Monografia (Tese de Monografia) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2005.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia: Teoria e Política Econômica**. Tradução [da 2.ed americana] de Maria José Cyhlar Monteiro. Ed. Campus: Rio de Janeiro, 2001.

BNDES. **Relatório Anual**. Rio de Janeiro, 2000. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/relatorioanual>. Acesso em: 21 out. 2006.

BNDES, **Relatório Anual**. Rio de Janeiro, 1999. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/relatorioanual>. Acesso em: 21 out. 2006.

BNDES, **Relatório Anual**. Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/relatorioanual>. Acesso em: 21 out. 2006.

CARVALHO, F.J.C. de. et al. **Economia Monetária e Financeira**. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

_____. The Efficiency of Financial Systems, Liberalization, and Economic Development. **Journal of Post Keynesian Economics**. v.18, n.2, p.269-292, winter 1995-96.

_____. Financial Opening and Deregulation in Brazil in 1990s Moving Towards a New Pattern of Development Financing?. **The Quartely Review of Economics and Finance**, v.40, p.25-44, 2000.

_____. Estado, Mercados e o Financiamento do Desenvolvimento: Algumas Considerações. Preparado para o seminário Financiamento do Desenvolvimento, da série Brasil em Desenvolvimento, promovido por IE/UFRJ, CEPAL e DDAS/UFRRJ, 2003. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/findev/findev.htm>. Acesso em: 10 jul. 2006.

_____. **Investment finance in economic development**. Londres: Routledge, 1995.

WOLFSON, MARTIN H. A Post Keynesian Theory of Credit Rationing. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.18, n.3, pg.443-469, spring 1996.