

S
UFRJ/IEI
TD171

rel

Janeiro

030332-1

INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL

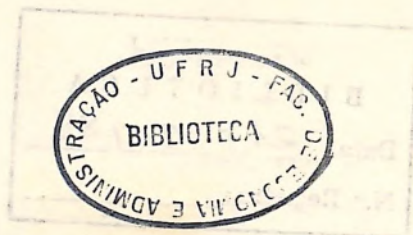
TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 171

O CIRCUITO
FINANCIAMENTO-
INVESTIMENTO-
-POUPANÇA FINANCEIRA

Jonas Zoninsein

Agosto/1988

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL



O CIRCUITO FINANCIAMENTO-INVESTIMENTO-POUPANÇA
FINANCEIRA

Jonas Zoninsein
Agosto/1988



43 - 016492

FEA-UFRJ
BIBLIOTECA
Data: 21 / 9 / 88
N.º Registro: 030332-1

5
UFRJ/IEI
TD 141

MS 84722

FICHA CATALOGRÁFICA

Zoninsein, Jonas

O circuito financiamento-investimento-poupança financeira / Jonas Zoninsein.- Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1988.

32 p.; 21 cm (IEI/UFRJ. Texto para Discussão, 171)

1. Investimentos. 2. Poupança e Empréstimos.
3. Acumulação de Capital. I. Título. II. Série

O CIRCUITO FINANCIAMENTO-INVESTIMENTO-POUPANÇA FINANCEIRA

Jonas Zoninsein

Este texto apresenta os resultados de um esforço de revisão e síntese teórica no campo do financiamento do desenvolvimento econômico. O foco da discussão é a relação entre acumulação de capital produtivo e a acumulação financeira de capital. Em particular, interessava discutir os seguintes aspectos desta relação: i) as funções do capital de empréstimo na formação de capital produtivo; ii) a natureza institucional que estas funções assumem e iii) os limites e processos de ajustamento dentro dos quais esta relação opera.

Os Circuitos do Capital-moeda e do Capital de Empréstimo em Marx e Hilferding

Na parte I (Metamorfose do capital e seus circuitos) do Volume II do Capital, Marx concentra sua atenção no processo de repetição "ad infinitum" da sequência de formas que o capital industrial assume na circulação. São então examinadas as características individuais e a complementaridade dos circuitos de cada uma das formas que o capital industrial assume: capital-moeda (M), capital-produtivo (P) e capital-mercadorias (C).⁽¹⁾

Dentro destes circuitos as funções da moeda na circu

lação simples de mercadorias somente são transformadas em funções do capital devido ao seu uso na circulação pelo capitalista, isto é, pelo agente que comanda este processo de metamorfose e cuja motivação é a valorização de seu capital.⁽²⁾

Nesta análise dos circuitos do capital industrial, entretanto, a moeda considerada como mercadoria-capital (isto é, capital de empréstimo ou capital produtor de juros) está ainda ausente. De fato, em todo o Volume II do Capital, Marx pressupõe o autofinanciamento como a única técnica de financiamento disponível para os empresários individuais. A expressão formal do circuito do capital-moeda (idêntica à da circulação do capital industrial) é $M - C \dots P \dots C' - M'$, onde $C' = C + \Delta C$ e $M' = M + \Delta M$. Em qualquer momento do tempo o capital industrial assume simultaneamente as três diferentes formas em proporção à duração das fases de compra dos elementos do capital produtivo, de produção das mercadorias e de venda das mercadorias. Os períodos de compra e venda devem ser adicionados para formar o período de circulação em contraste com o período de produção. Desta forma, o capital total de uma empresa industrial deve estar dividido em capital produtivo e capital improdutivo em proporção idêntica (assumindo-se o autofinanciamento) à duração dos períodos de produção e circulação.

Além disso, através da fórmula da circulação do capital industrial torna-se explícita a existência de limites temporais ao processo de expansão do valor do capital industrial numa base contínua. Esta expansão pode ser acelerada através da redução dos tempos de produção e circulação do capital. Por outro lado, estes limites temporais aparecem articulados

com limites de outra natureza fixados, por exemplo, pela disponibilidade da mercadoria força de trabalho, de meios de produção e de moeda-mercadoria, assim como também pela capacidade de uma determinada massa de capital produtivo de produzir valor excedente em cada período de tempo.

No regime monetário suposto por Marx, a expansão da circulação do capital industrial está condicionada à disponibilidade de mercadorias que possam desempenhar a função de moeda. A disponibilidade de moeda afeta a expansão do capital industrial na medida em que a realização do capital-mercadorias ($C + \Delta C$), preparatória ao reinício do circuito, pressupõe a utilização de capital monetário em maior valor que aquele utilizado na aquisição do capital produtivo no início deste circuito. Na parte III (Reprodução e circulação do capital agregado) do Capital, Marx desenvolve inclusive uma análise das flutuações no entesouramento de moeda e capital-moeda que acompanham o processo de circulação do capital industrial. Os princípios dinâmicos que regem o volume da demanda efetiva são então estabelecidos, mas ainda deixando de lado as relações de crédito.⁽³⁾

O circuito da mercadoria-capital e as funções do crédito somente são analisadas no Volume III do Capital. No circuito da mercadoria-capital ($M - M'$) a moeda adquire uma função adicional. Ela é transferida devido à sua potencialidade de gerar valor excedente, e não somente devido às suas funções originadas da circulação simples de mercadorias.⁽⁴⁾

Segundo Marx, as funções do crédito são: i) equalização da taxa de lucros; ii) redução dos custos de circulação; iii) formação das sociedades anônimas e o desdobramento dos juros em dividendos; iv) controle do capitalista individual, dentro de certos limites, sobre o capital e o trabalho comando por outros capitalistas. As funções iii e iv constituem o âmago da contribuição do crédito ao processo de centralização do capital. O crédito, juntamente com a concorrência, permite que se alterem os grupamentos quantitativos das numerosas parcelas do capital social, favorecendo uma mais rápida introdução do progresso técnico e facilitando a mecanização do processo de trabalho. A centralização do capital permite que o processo de acumulação seja acelerado. Constitui por esta razão um ingrediente essencial e proeminente em todas as industrializações retardatárias, onde verifica-se o atraso no volume de formação de capital comparativamente às necessidades derivadas do uso da tecnologia mais moderna.

A articulação dos circuitos de capital-moeda e de capital de empréstimo não chegou a ser suficientemente desenvolvida por Marx. Esta circulação permite que os fundos de terceiros passem a desempenhar papel relevante no financiamento da formação de capital industrial, lado a lado com o autofinanciamento.

A contribuição de Hilferding (1981) visa preencher esta lacuna. Esta articulação foi deduzida das diferentes funções do crédito acima mencionadas. Hilferding deriva, inclusive, a categoria de lucro de fundação das sociedades anônimas,

o que lhe permite estabelecer os limites econômicos dentro dos quais os mercados financeiros possibilitam que o valor do capital industrial se altere independentemente do seu valor incorporado, ao transformar-se em capital fictício. Falta a Hilferding, entretanto, clareza a respeito dos limites dentro dos quais o sistema bancário pode expandir o crédito e as operações de transferência de controle do capital, independentemente da captação antecipada de capital-moeda e sem comprometer a auto-sustentação do processo de acumulação. Isto lhe permite desenvolver uma noção de dominação dos bancos sobre a indústria que, por sua vez, o induz à noção de eliminação progressiva e completa da concorrência entre capitais.⁽⁵⁾

A expressão formal da articulação proposta por

$$\text{Hilferding(1981) é } \begin{array}{c} M_1 - C \dots P \dots C' - M' \\ / \\ S \\ | \quad \backslash \\ \quad m_1 \\ | \\ M_2 \\ | \\ S \end{array}$$

onde, S = valor das ações emitidas

M_2 = volume de moeda utilizado na circulação de ações

m_1 = lucros de fundação das sociedades por ações

M_1 = capital-moeda utilizado na circulação do capital industrial.

segundo a concepção de Hilferding, através do seu comando do circuito $S - M_2 - S$, os bancos monopolizam o processo de formação de capital e o circuito da mercadoria-capital passa a reger o ritmo da acumulação.

O Circuito Financeiro no Processo de Formação de Capital
segundo Schumpeter, Keynes e Kalecki

No enfoque adotado por estes autores,⁽⁶⁾ os circuitos do capital-moeda e do capital de empréstimo estão plenamente articulados. O circuito financeiro surge então composto de duas fases separadas no tempo.

Na primeira fase, o investimento (I_t) - no sentido de primeira aquisição de um bem de capital por um empresário - deve ser financiado por uma parcela (F_{t-1}) da quantidade total de meios de pagamento (M_{t-1}). Para simplificar o raciocínio, suporemos que este financiamento do investimento é totalmente atendido pelo crédito de curto prazo concedido pelo setor monetário do sistema financeiro, que inexistente autofinanciamento, que $F_{t-1} = I_t$, que se trata de uma economia fechada e que a despesa e a arrecadação governamentais são negligenciáveis. Esta procura preliminar por moeda (F_{t-1}) visa atender às necessidades das empresas durante o intervalo de tempo entre o momento em que são tomadas as decisões de investimento e o momento em que estas decisões se transformam em produção de bens de capital (I_t), conduzindo à geração de renda (Y_t) e poupança (S_t). Com base nesta liquidez preliminar as empresas implementam suas ordens de compra e produção dos bens de capital. Além disso, temos, por definição, que a poupança gerada será de valor igual ao investimento ($I_t = S_t$).

A taxa de juros relevante na fixação dos termos em que esta procura preliminar de crédito é atendida é determina

da pela quantidade total de meios de pagamento (M_{t-1}), administrada pelas Autoridades Monetárias e a procura por moeda como um todo, incluindo toda a gama de motivos (L_{t-1}). Isto é, não há uma taxa de juros determinada somente na oferta e procura de fundos de investimento, no sentido de primeira aquisição de um bem de capital. Keynes (1937b e 1939), inclusive, destaca que esta procura L_{t-1} não deve ser encarada somente como uma função do investimento planejado I_t , do nível de atividade de Y_{t-1} e das expectativas no momento $t-1$ em relação ao futuro valor da taxa de juros, mas também devem ser considerados os efeitos sobre L_{t-1} derivados do total da produção planejada (incluindo consumo e bens intermediários) para o momento t .

Dentro deste enfoque, a função do setor monetário do sistema financeiro no processo de formação de capital é suprir os meios líquidos requeridos pelas empresas previamente ao momento dos seus gastos de produção e investimento e durante o período de tempo em que os receptores dos rendimentos derivados destes gastos decidem como empregar estes fundos líquidos.

Passemos agora à segunda fase do circuito financeiro. Ao mesmo tempo que a procura preliminar por crédito de curto prazo se materializa, as empresas que investem deverão estar negociando junto aos bancos de investimento e outros intermediários atuando no mercado de capitais ("underwriters") a mobilização de fundos de longo prazo necessários para a consolidação financeira ("funding") do investimento, isto é, para a aquisição dos bens de capital produzidos por um ou vários pro

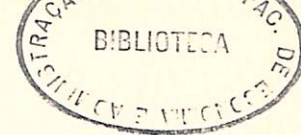
prietários finais. Novamente para simplificar, suporemos que estes fundos de longo prazo são inteiramente mobilizados fora das empresas que investiram, seja diretamente junto a outros empresários e público em geral, seja junto aos bancos de investimento e outras instituições do mercado de capitais. No caso em que acionistas antigos comprem as novas ações, estamos supondo que o fazem com recursos outros que não os fundos retidos nas empresas.

A consolidação do investimento ocorre numa segunda fase, através da colocação no mercado de capitais de dívida direta de longo prazo e direitos de propriedade (ações, debêntures, etc.) das empresas que tomaram os empréstimos F_{t-1} . Os fundos para adquirir estes ativos financeiros de longo prazo (isto é, a poupança financeira FS_t) são aqueles originados nas receitas geradas pelos gastos de investimento das empresas que investiram no momento t . Esta dívida direta de longo prazo pode ser mantida pelas unidades de dispêndio poupadoras ou mantida na carteira de intermediários financeiros. Neste segundo caso, uma parcela dos ativos financeiros de longo prazo mantida pelas unidades poupadoras adotará a forma indireta de depósitos a prazo, cotas de fundos, apólices de seguro, ações emitidas pelos intermediários financeiros, etc.

Que parcela da poupança será utilizada para a consolidação financeira do investimento no período t ? Se supusermos que a propensão marginal para adquirir dívida de longo prazo com base na poupança S_t é igual a 1, teremos então

$$F_{t-1} = I_t = S_t = FS_t$$

já que, $FS_t = m \cdot S_t$ e $m = 1$.



Se, entretanto, $m < 1$, então $S_t > FS_t$. Nestas condições, as Autoridades Monetárias deverão introduzir medidas compensatórias destinadas a dar sustentação ao alongamento de prazo no perfil da carteira de empréstimos do setor monetário. Do contrário, a taxa de juros de longo prazo será aumentada, inibindo o investimento no período $t + 1$. Isto porque os contratos dos "underwriters" visando a consolidação financeira no período $t + 1$ têm como referência a taxa de juros de longo prazo do período t .⁽⁷⁾

Dentro deste enfoque, dois tipos de limites circunscrevem a contribuição do crédito no processo de formação de capital. Assumindo-se que a economia encontra-se abaixo do pleno emprego, a única restrição à expansão do investimento reside na disponibilidade de liquidez nos mercados de crédito de curto e longo prazos, suprida pelo setor bancário como um todo (Autoridades Monetárias inclusive). O segundo limite é estabelecido pelo próprio pleno emprego, mas a sua especificação torna-se vaga pelo fato de a poupança forçada não interagir com as decisões de investimento.

Segundo Keynes (1964), mesmo em condições de desemprego, um aumento do investimento, ao traduzir-se em aumento da renda, pode gerar um aumento do nível geral de preços. Isto seria devido ao fato de, no curto prazo, o preço da oferta normalmente crescer como resultado dos retornos decrescentes e do aumento da unidade de custo que acompanha o aumento da produção física. Um dos efeitos prováveis deste aumento de preços será uma redistribuição de renda, que contribuirá, por

sua vez, para uma mudança no volume da poupança, até que esta iguale o novo nível do investimento. Nestas circunstâncias, o aumento da quantidade de moeda e queda na taxa de juros que poderia ter sido a causa do aumento do investimento e da renda estaria produzindo, ainda que de maneira indireta, um aumento da poupança. Entretanto, enfatiza Keynes, o aumento da poupança ocorreu porque a renda aumentou e não porque a quantidade de moeda e os preços aumentaram. Mesmo que não houvesse ocorrido aumento de preços, com o aumento do investimento traduzindo-se somente em aumento do produto real, a poupança deveria aumentar o suficiente para igualar o investimento. Keynes então conclui que aquela parcela de aumento da poupança que seria resultante do aumento de preços e redistribuição da renda não pode ser considerada poupança forçada. Esta última noção somente teria sentido quando um volume de poupança padrão é fixado. Assim, Keynes define poupança forçada como constituindo o excesso de poupança sobre o que seria poupado no pleno emprego, considerando-se este numa posição de equilíbrio de longo prazo.⁽⁸⁾ Keynes então acrescenta (p.80) que a poupança forçada constituiria um fenômeno bastante raro e insustentável, sendo que uma "deficiência" forçada de poupança constitui a situação usual.

Esta maneira de lidar com o limite de crédito derivado do pleno emprego é insuficiente, pois não deixa clara a maneira em que a poupança forçada afeta as decisões de investimento ao longo do tempo. No capítulo 11 da Teoria Geral há uma rápida passagem sobre o efeito do risco dos emprestadores sobre o volume do investimento, risco este derivado de uma

possível mudança adversa no valor do padrão monetário. Por outro lado, mesmo neste capítulo ocorre o reconhecimento enfático de que uma expectativa de queda no valor da moeda produz um aumento da EMC. O resultado líquido destes diferentes fatores, entretanto, não é analisado.

Schumpeter (1974) utiliza um esquema conceitual semelhante ao apresentado aqui para analisar as funções e institucionalidade do crédito no processo de formação de capital. Entretanto, os limites desta influência estão colocados de maneira ainda mais vaga do que na Teoria Geral de Keynes. De fato, a inflação de demanda provocada pelo crédito "ad hoc"⁽⁹⁾ é considerada como parte inerente ao processo de desenvolvimento econômico e de mudanças estruturais.

Kalecki (1977) argumenta que o volume de investimento não tem limites financeiros no sentido formal. A questão residiria em saber se o financiamento do investimento cria ou não pressões inflacionárias. O ponto crucial seria a compatibilidade do aumento do investimento com as possibilidades de expansão da oferta de bens de consumo. Se, quando o investimento é aumentado, a produção de bens de consumo não pode ser aumentada porque as capacidades produtivas estão plenamente utilizadas no princípio do período considerado, então a maior procura por bens de consumo provocaria uma elevação do preço destes bens. Os preços cresceriam então até o ponto onde os lucros poupados seriam iguais ao investimento do período, e os salários reais cairiam. Kalecki refere-se a este fenômeno como representando poupança forçada, que por sua vez poderia

então dar início a uma espiral de preços e salários.

É interessante, entretanto, verificar que em seu exame dos determinantes do investimento em um determinado período, Kalecki (1968, caps. 8 e 9) introduz a poupança das empresas e do público no período anterior:

$$I_t = a.S_{t-1} + b.\frac{\Delta P_{t-1}}{\Delta t} - c.\frac{\Delta K_{t-1}}{\Delta t} + d$$

onde,

I_t = investimento em capital no período t

S_{t-1} = poupança bruta no período t-1

$\frac{\Delta P_{t-1}}{\Delta t}$ = variação dos lucros no período t-1

$\frac{\Delta K_{t-1}}{\Delta t}$ = variação do estoque de equipamento de capital no período t-1

d = constante sujeita a mudanças no longo prazo.

Surgiria assim uma aparente contradição entre esta formulação da causalidade entre poupança e investimento e aquela na qual, ao analisar o papel do crédito bancário na determinação da demanda efetiva, Kalecki (1968, caps. 3 e 4) deduz a independência do investimento em relação à poupança ($I \rightarrow S$).

Duas seriam as maneiras de lidar com esta aparente contradição. É preciso lembrar, em primeiro lugar que, nos capítulos 8 e 9, Kalecki está analisando a influência dos fundos destinados à consolidação do investimento. O acesso ao capital de terceiros (exigível e não exigível) está normalmente

regulado pelo princípio do risco crescente e pelo tamanho do mercado de capitais. Entretanto, através de sua intervenção neste mercado, as Autoridades Monetárias poderiam alterar o grau de aversão ao risco dos empresários e dos bancos, permitindo que o sistema bancário ampliasse sua participação nos fluxos de capital da economia, deslocando assim a poupança prévia (S_{t-1}) na consolidação do investimento.⁽¹⁰⁾ O procedimento alternativo seria considerar a segunda formulação ($S_{t-1} \rightarrow I_t$) como representando a contrapartida de longo prazo da determinação da poupança pelo investimento no curto prazo.⁽¹¹⁾

De fato os dois procedimentos não são contraditórios. Entretanto, a consideração da segunda alternativa tem a vantagem de identificar os limites econômicos dentro dos quais pode operar a transferência de fundos via crédito, sem instabilizar as decisões de investimento e o crescimento auto-sustentado da economia. Isto é, considerado o sistema dinamicamente, o processo de geração de valor e lucros (valor excedente) não pode ser descartado na análise do crédito.

É verdade que a própria noção de inflação de demanda, ratificada pela expansão do crédito "ad hoc" e da quantidade de moeda, traz implícita a noção de um limite estabelecido pela disponibilidade de equipamento de capital e força de trabalho, assim como todo o conjunto de parâmetros que definem o curto prazo. Porém, a poupança forçada, ao ser encarada como um mecanismo normal de financiamento, torna estes limites imprecisos. A poupança forçada, especialmente em situações onde a economia apresenta um elevado grau de endividamento de

suas unidades de dispêndio, torna-se um fator altamente instabilizador do crescimento econômico.

Efeitos Depressivos da Acumulação Financeira

A teoria do crédito desenvolvida por Gurley e Shaw⁽¹²⁾ trata a moeda emitida pelos bancos comerciais (depósitos à vista) apenas como uma dentre as diversas categorias do amplo conjunto de ativos financeiros, cuja acumulação acompanha a acumulação de ativos produtivos. Este enfoque enfatiza o fato de que todos os intermediários financeiros, e não somente os bancos comerciais (intermediários financeiros monetários), apresentam reservas fracionárias. Desta maneira, o processo de multiplicação dos passivos dos distintos intermediários em relação às suas reservas está condicionado pelas preferências do público e das empresas com respeito à composição de suas carteiras de ativos financeiros e características de seu endividamento. Por outro lado, os depósitos à vista, ao serem adquiridos, representam - da mesma forma que os demais ativos financeiros - uma transferência de fundos de empréstimo pelas unidades superavitárias, representados por moeda pré-existente e/ou mercadorias existentes ou potenciais. Apenas que no caso dos depósitos à vista criados diretamente no ato de concessão dos empréstimos pelos bancos comerciais, os fundos de empréstimo somente serão mobilizados a posteriori, quando do uso destes depósitos à vista como meios de circulação ou meios de pagamento. Em todos os casos, porém, o que está em jogo é a concessão de crédito (transferência de fundos de empréstimo) pelas unidades de dispêndio superavitárias e transferido dire-

tamente ou através dos intermediários financeiros monetários e não monetários para as unidades deficitárias em cada período de tempo.⁽¹³⁾

Com base nesta concepção da moeda como um ativo financeiro que presta serviços específicos, Gurley e Shaw empreendem a análise dos efeitos da acumulação financeira sobre a acumulação produtiva. O ponto central de seu argumento reside em que, da mesma forma que a acumulação produtiva (quando considerada numa sequência de períodos) produz um resíduo na forma de novas capacidades produtivas, o endividamento e a acumulação de ativos financeiros produz um resíduo na forma de dívidas acumuladas. Esta acumulação de dívidas e de ativos financeiros passa então a exercer um efeito depressivo sobre as novas decisões de investimento, caso a política monetária não atenda a demanda de liquidez e de diversificação da carteira das unidades ofertadoras de fundos de empréstimos que resulta daquela acumulação. Este efeito depressivo é materializado através do aumento da taxa de juros provocado pela redução da propensão das unidades superavitárias em acumular novos ativos financeiros, que não moeda.

Minsky (1982) desenvolve uma linha de raciocínio similar à de Gurley e Shaw. Apenas que no seu caso, o efeito depressivo da acumulação financeira resulta da redução progressiva da capacidade das unidades endividadas em atender o serviço crescente de suas dívidas. A acumulação financeira, a partir de um certo momento, retroage sobre a acumulação produtiva, ao tornar a estrutura financeira progressivamente mais

frágil e ampliar a possibilidade de que reduções aleatórias no volume do investimento e da renda precipitem um processo incontrolável de deflação das dívidas e perdas patrimoniais.

Este enfoque "financeiro-estruturalista" supre uma noção de limite ao crédito inexistente nas concepções consideradas anteriormente. O tema subjacente é a relação entre a taxa de lucro das empresas produtivas e a taxa de juros. No longo prazo esta última não pode ser superior à taxa de lucro, sob pena de inviabilizar o processo de acumulação. No entanto, existem circunstâncias nas quais uma taxa de juros demasiado elevada comparativamente à lucratividade do capital produtivo pode ser mantida durante um certo período sem que os efeitos depressivos plenos sejam materializados. Isto ocorre, inicialmente, quando o nível absoluto de endividamento ainda é reduzido. Em segundo lugar, há que considerar a distinção entre financiamento e consolidação, inexistente na concepção "financeiro-estruturalista". Gurley e Shaw, por exemplo, tratam a captação de fundos não exigíveis de terceiros através da oferta pública de ações das empresas produtivas como algo substancialmente equivalente aos demais meios de obtenção de fundos de empréstimo por estas empresas.

É necessário, entretanto, diferenciar os efeitos patrimoniais envolvidos na consolidação via captação de recursos não exigíveis junto ao mercado acionário, dos efeitos dos fluxos de caixa derivados do endividamento, qualquer que seja a sua natureza. A consolidação de dívidas através da reorganização patrimonial das empresas produtivas pode operar como um

mecanismo compensatório aos efeitos do aumento das taxas de juros sobre as decisões de investimento. É claro que, neste caso, entrarão em jogo outro tipo de considerações, relativas às estratégias de negócios de diferentes grupos de acionistas, afetando desta maneira as características do crescimento das empresas industriais.

Ainda em relação à contribuição de Gurley e Shaw, interessa destacar a noção de combinação de técnicas de financiamento por êles desenvolvida. Esta noção fornece elementos de natureza estrutural para estudar o tamanho e características do sistema financeiro em diferentes economias nacionais, indo além da correlação simplista entre acumulação financeira, nível de renda per capita e riqueza acumulada. Segundo Gurley e Shaw, as técnicas de financiamento podem ser classificadas em: autofinanciamento, financiamento externo das unidades de dispêndio através do crédito interno à economia, importação de capital de risco ou de empréstimo e mobilização de recursos fiscais. O tamanho, a estrutura e as características do sistema financeiro serão afetados pelo peso relativo das diferentes técnicas em uso em cada período.

A abundante literatura sobre liberalização financeira desenvolvida com base nas obras seminais de Shaw (1973) e McKinnon (1973) constitui um desdobramento da teoria de Gurley e Shaw. No enfoque da liberalização financeira,⁽¹⁴⁾ enfatiza-se a complementaridade entre a acumulação produtiva de capital e a acumulação de moeda, desconsiderando-se os ativos financeiros de longo prazo e direitos de propriedade. Desta for

ma, não somente os mecanismos de financiamento e consolidação não são diferenciados (como ocorre com Gurley e Shaw), mas a própria existência do mercado de capitais e da poupança financeira é posta inteiramente de lado.

Outra característica central do enfoque da liberalização financeira é a noção de que através dela é possível expandir o crédito bancário, deslocando ao mesmo tempo a técnica fiscal, o autofinanciamento e os recursos do exterior. Através deste deslocamento, supõe este enfoque, seria possível, inclusive, lograr um aumento da taxa de poupança da economia.

A peça central da liberalização financeira é o aumento da taxa de juros. Esta deveria ser deixada flutuar até os níveis adequados à eliminação do déficit de poupança interna, provocado por taxas de juros artificialmente baixas. Através do aumento da taxa de juros não somente os depósitos bancários se expandiriam permitindo o aumento do crédito e dos fundos de investimento, mas também a poupança seria liberada de usos inferiores, viabilizando um aumento na eficiência de uso destes fundos. Além disso, taxas de juros mais elevadas desestimulariam o excesso de investimento em atividades existentes e a especulação com ativos e insumos reais.

Dentre as várias críticas apresentadas ao enfoque da liberalização financeira, interessa destacar aqui aquelas formuladas por Snowden (1987).⁽¹⁵⁾ Este autor argumenta que, apesar da aceitação hoje generalizada com relação aos efeitos do aumento da taxa de juros sobre o volume de depósitos bancá-

os, não existe consenso quanto à maneira de absorver estes aumentos pelos tomadores dos empréstimos. Taxas de juros artificialmente mais baixas teriam o efeito de subsidiar a acumulação de capital próprio, caracteristicamente escasso nas economias em processo de industrialização. A redução dos lucros retidos nas empresas produtivas, provocada pela elevação da taxa de juros, faria declinar a formação de capital próprio, impedindo que estas empresas pudessem se beneficiar da maior disponibilidade de crédito bancário.

Dentre as formas de utilização dos recursos captados pelos bancos a taxas mais elevadas, sem que com isso fosse afetado o ritmo da formação de capital próprio dos empreendimentos produtivos, Snowden menciona duas delas. O declínio na formação de capital poderia ser evitado, em primeiro lugar, caso os recursos passassem a ser investidos em atividades com taxas de retorno mais elevadas. Alternativamente, seria possível imaginar que as taxas de captação mais elevadas não se traduzissem em aumentos nas taxas de aplicação, com os bancos absorvendo o aumento dos custos através de uma maior eficiência operacional, provocada pelo aumento da concorrência. Ambas alternativas, entretanto, são consideradas pouco factíveis por Snowden, principalmente devido ao aumento dos riscos de perda de capital advindos para os bancos e para as empresas como resultado da queda na relação capital próprio/capital de terceiros das empresas.

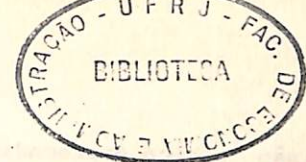
Snowden sugere então que uma alternativa à liberalização da taxa de juros seria desencadear um processo de inova-

ções financeiras destinadas a atender a uma demanda crescente
mente diversificada por serviços financeiros e dinamizar o me-
canismo de consolidação e intermediação da poupança finance-
ra. Neste sentido, o fomento à formação de bancos universais
é considerado essencial para assegurar complementaridade en-
tre as atividades de empréstimo e de participação no capital
das empresas produtivas.

Conclusões

As três dimensões do circuito financiamento-investi-
mento-poupança financeira são: i) o financiamento do investi-
mento, realizado através do crédito de curto prazo concedido
pelo setor monetário do sistema financeiro; ii) a consolidação
("funding") das dívidas de curto prazo através da mobilização
de poupança financeira via segmento de longo prazo do sistema
financeiro e mercado de capitais e iii) o serviço da dívida
acumulada. Esta noção de circuito financeiro permite explo-
rar de maneira sistemática as questões relacionadas com as
funções do crédito, suas características institucionais e os
limites de sua contribuição ao processo de acumulação de capi-
tal.

Os limites macroeconômicos do financiamento do inves-
timento pelo setor monetário derivam-se dos efeitos instabili-
zadores da poupança forçada e dos efeitos depressivos do ser-
viço da dívida acumulada sobre as decisões de investimento.
Através da mobilização da poupança financeira (inclusive via
mecanismos compulsórios) e de rearranjos patrimoniais, o sis-



tema de crédito gera um mecanismo próprio de flexibilização
parcial destes limites. Entretanto, a capacidade de, através
do crédito, ser elevada a taxa de investimento, encontrará li-
mites absolutos no longo prazo dados pela produção de valor
excedente.

A ação do crédito, entretanto, pode ser enfocada
dentro de uma concepção ainda mais geral do financiamento, na
qual entra em cena a combinação de técnicas de financiamento.
Esta combinação pode ser alterada ao longo do tempo, permitin-
do que distintas configurações na organização industrial acom-
panhem as mudanças de ênfase do crescimento industrial.

Uma situação de particular interesse para a política
financeira das economias de industrialização recente ocorre
quando, sob o impacto do aumento continuado da demanda efeti-
va a economia transita de uma situação abaixo do pleno empre-
go para uma situação de excesso de demanda. Uma variável de
ajuste nestas circunstâncias é a propensão marginal a poupar,
a qual deveria ser elevada para evitar pressões inflacionári-
as, ao mesmo tempo em que se acelera o ritmo de crescimento
econômico.⁽¹⁶⁾

Do ponto de vista do circuito financeiro, esta maior
propensão a poupar poderia assumir distintas formas. Por exem-
plo, uma maior taxação dos lucros - tendo em vista financiar o
aumento do investimento em infra-estrutura por parte do gover-
no - pode ser indispensável. Uma outra alternativa que não
deve ser descartada é o aumento da poupança financeira. A re-

visão teórica empreendida neste artigo permite concluir que a poupança financeira pode desempenhar um papel relevante ao financiamento do volume de investimento acima do que seria o seu valor de pleno emprego, eliminando as pressões inflacionárias derivadas de um excesso de crédito bancário. O crédito requerido no intervalo de tempo entre o planejamento e a execução das decisões de investimento passaria assim a ser concedido em proporções crescentes através da mobilização antecipada da poupança financeira com a correspondente redução do multiplicador do investimento e/ou da consolidação da dívida acumulada ao longo de vários períodos.

Notas

1. Ver Marx (1967) e Sekine (1981).
2. As funções da moeda na circulação simples de mercadorias são expressões parciais do seu papel como equivalente geral do valor. Estas funções são: medida dos valores, meio de circulação, meio de entesouramento, meio de pagamento e riqueza internacional.
3. Kenway (1980) argumenta que a análise da circulação monetária realizada por Marx no Volume II do Capital, ao apresentar os esquemas de reprodução do capital como base de uma teoria da possibilidade madura das crises, constitui uma alternativa para a incerteza em relação ao futuro na teoria monetária da produção desenvolvida por Keynes na sua Teoria Geral.
4. Fazendo analogia com as mercadorias simples, Marx (1967, Volume III) assinala que o valor de uso de mercadoria-capital é a produção de valor excedente e o seu preço tem uma dupla expressão no valor do capital emprestado e na taxa de juros.
5. Ver capítulo 2 desta tese.
6. Ver Keynes (1937a, 1937b, 1939), Kalecki (1937, 1968) e Schumpeter (1974). Versões levemente alteradas deste enfoque aparecem em Davidson (1978, 1986), Kregel (1984-85) e Terzi (1986-87), entre outros.
7. Ver Davidson (1986).
8. Segundo Keynes (1964), "if we suppose a state of expectation to continue for a sufficient length of time for the effect on employment to have worked itself out so completely that there is, broadly speaking, no piece of employment going on which would not have taken place if the new state of

expectation had always existed, the steady level of employment thus attained may be called the long period employment corresponding to that state of expectations." (p.48).

9. Segundo Schumpeter (1974, p.106) o crédito "ad hoc" consiste na criação através do crédito bancário de uma nova demanda por bens sem simultaneamente criar uma nova oferta de bens. Esta nova demanda consiste de meios de pagamento (moeda bancária) que não são lastreados por dinheiro em sentido estrito, nem em produção já realizada. Este crédito pode de fato ser coberto, ainda que não necessariamente, por outros ativos que não produzidos, isto é, qualquer tipo de ativos de propriedade dos empresários que estão se endividando junto aos bancos. Esta concepção equivale, no essencial, à teoria do crédito bancário desenvolvida por Keynes no Volume I do Treatise on Money.
10. Nas economias de industrialização tardia, a intervenção do governo ocorre, predominantemente, de maneira direta, através dos bancos estatais de fomento, da mobilização compulsória da poupança financeira e da segmentação dos mercados de crédito.
11. De fato, o próprio Keynes (1937b), como já vimos, admite a poupança ex-ante - ou, em outras palavras, o motivo financiamento - como um fator da preferência pela liquidez, ainda que não a considere como exercendo uma influência decisiva na procura total por moeda. A influência decisiva está reservada ao motivo especulação, resultante da incerteza em relação ao futuro da taxa de juros. Isto, porém, é provocado pela ênfase de Keynes no curto prazo e nas condições de desemprego involuntário. Considerado o problema do equilíbrio dinâmico e em condições de aceleração do ritmo de crescimento econômico, a importância do motivo financiamento para reter moeda seria certamente redimensionada.

12. Esta teoria, batizada por alguns como "financeiro-estruturalista", foi desenvolvida em uma série de trabalhos publicados nas décadas de 50 e 60. Ver, entre outros, Gurley e Shaw (1955, 1956, 1960, 1967, 1968).
13. Do ponto de vista da teoria monetária moderna, a concepção de Gurley e Shaw representa uma contribuição decisiva. Através de sua concepção sobre os canais de mobilização do crédito, Gurley e Shaw demonstram o caráter superficial da velocidade de circulação da moeda como uma ferramenta analítica. Um aumento da velocidade de circulação, por exemplo, seria compatível tanto com um aumento, quanto com uma diminuição da oferta de crédito. Se utilizarmos uma definição restrita de moeda (M1), um aumento da velocidade de circulação pode significar que a oferta de crédito (inclusive pelos bancos comerciais) está restrita e, portanto, a taxa de juros está se elevando, aumentando a proporção de saldos de transação no total da quantidade de moeda. Alternativamente, o aumento da velocidade de circulação da moeda pode significar que o crédito total está aumentando e a taxa de juros está caindo, devido ao aumento do crédito concedido pelos intermediários financeiros não monetários.
14. Além de Shaw (1973) e McKinnon (1973), algumas contribuições relevantes sobre o tema da liberalização financeira seriam Galbis (1977), McKinnon (1982), Gupta (1984), Hanson and Neal (1985), Molho (1986) e Fry (1988).
15. Críticas de distinta natureza aparecem em Kalmanovitz (1981) e Diaz-Alejandro (1985).
16. Ver Kalecki (1977) e Steindl (1982). Este último argumenta que existem restrições de oferta de vários graus. Na sua forma mais aguda, quando a demanda excede os limites em termos do que pode ser produzido com os recursos disponíveis, estas restrições conduzem à generalização dos pontos de estrangulamento na produção e à inflação de lucros.

A válvula de ajuste para esta pressão de demanda é normalmente o comércio exterior. Steindl assinala que nestas condições uma elevada poupança familiar também deve ser objeto da política econômica.

Bibliografia

- Davidson, P., Money and the Real World, Macmillan, London, 1978
- _____, "Finance, funding, saving and investment" Journal of Post Keynesian Economics, IX(1), Fall 1986
- Diaz-Alejandro, C. "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", Journal of Development Economics, 19, 1985
- Fry, M.J., Money, Interest, and Banking in Economic Development, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1988
- Gupta, K.L., Finance and Economic Growth in Developing Countries, Croom Helm, London, 1984
- Galbis, V., "Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach" Journal of Development Studies, 13(2), January 1977
- Gurley, J.G. and Shaw, E.S., "Financial Aspects of Economic Development", American Economic Review, XLV(4), Sep. 1955
- _____, "Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process", Journal of Finance, II, 1956
- _____, Money in a Theory of Finance, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1960

- Gurley, J.G. and Shaw, E.S., "Financial Structure and Economic Development", Economic Development and Cultural Change, 15(3), April 1967
- Gurley, J.G., "Hacia una teoria de las estructuras financieras y el desarrollo económico", in Brothers, D.S., Estructura Financiera y Desarrollo Económico, Editorial del Instituto, B.Aires, 1968
- Hanson, J.A. and Neal, C.R., Interest Rate Policies in Selected Developing Countries, 1970-1982, World Bank Staff Working Papers, N.753, Washington, D.C., 1985
- Hilferding, R. Finance Capital, Routledge & Kegan Paul, London, 1981
- Kalecki, M., "A Theory of the Business Cycle", The Review of Economic Studies, February 1937
- _____, Theory of Economic Dynamics, MR Press, New York, 1968
- _____, "O Problema do Financiamento do Desenvolvimento Econômico", in Kalecki, M. Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas, HUCITEC, São Paulo, 1977
- Kalmanovitz, S., "Algunos Elementos de la Teoría y la Práctica Monetaria en América Latina", Comércio Exterior, 31(1), Enero de 1981
- Kenway, P., "Marx, Keynes and the Possibility of Crisis", Cambridge Journal of Economics, 4(1), March 1980

- Keynes, J.M., A Treatise on Money, Macmillan, London, 1934
- _____, The General Theory of Employment, Interest and Money, Harcourt, Brace and World, Inc. New York, 1964
- _____, "Alternative Theories of the Rate of Interest" The Economic Journal, June 1937a
- _____, "The 'Ex-ante' Theory of the Rate of Interest" The Economic Journal, Dec. 1937b
- _____, "The Process of Capital Formation", The Economic Journal, Sept. 1939
- Kregel, J.A., "Constraints on the Expansion of Output and Employment: Real or Monetary?", Journal of Post Keynesian Economics, 7(2), Winter 1984-85
- Marx, K., Capital, International Publishers Co., Inc., New York, 1967
- McKinnon, R.I., Money and Capital in Economic Development, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1973
- _____, "Financial Policies", in Cody, J., Hughes, H., and Wall, D. (eds.), Policies for Industrial Progress in Developing Countries, Oxford University Press, London, 1982
- Molho, L.E., "Interest Rates, Saving, and Investment in Developing Countries", IMF Staff Papers, 33(1), March 1986
- Schumpeter, J.A., The Theory of Economic Development, Oxford University Press, London, 1974

- Sekine, T.T., "The Circular Motion of Capital", Science and Society, XLV(3), Fall 1981
- Shaw, E.S., Financial Deepening and Economic Development, Oxford University Press, London, 1973
- Snowden, P.N., "Financial Market Liberalization in LDCs: The Incidence and Risk Allocation Effects of Interest Rates Increases", The Journal of Development Studies, 24(1), Oct. 1987
- Steindl, J., "The Role of Household Saving in the Modern Economy", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, March 1982
- Terzi, A., "The Independence of Finance from Saving: A Flow-of-funds interpretation", Journal of Post Keynesian Economics, IX(2), Winter 1986-87
- Zoninsein, J., Competition, Credit and Crises, Tese de Doutorado, New School for Social Research, New York, 1986.

PUBLICAÇÕES DO IEI EM 1988

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

- | | Nº de páginas |
|---|---------------|
| 157. GIAMBIAGI, Fabio. <u>Decisões Independentes, Expectativas e Racionalidade Econômica; Uma interpretação para o Fracasso dos congelamentos</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988. | 25 |
| 158. JAGUARIBE, Anna Maria. <u>Projeto Estado. Bases para uma comparação entre Brasil, Itália e Espanha nos anos 60-80</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 158) | 38 |
| 159. OZORIO, Anna Luiza. <u>A posição do ensino de economia na UFRJ: funcionários, professores e verbas</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 159). | 31 |
| 160. TAUILLE, José Ricardo. <u>Notas sobre tecnologia, trabalho e competitividade no Brasil</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 160). | 27 |
| 161. MEDICI, André Cezar. <u>Observaciones sobre el financiamiento del sistema de salud argentino</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 161). | 33 |
| 162. BATISTA, Jorge Chami. <u>Planejamento, Investimentos e Competitividade Internacional do Setor Siderúrgico Brasileiro nos anos 70 e 80</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 162). | 97 |
| 163. KUPFER, David e CABRAL, Maria Tereza. <u>Organização Industrial e Perfil da Firma na Indústria Química Fina</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão 163). | |
| 164. FIGUEIREDO, José Bernardo e SILVA, Nelson do Valle. <u>The Experience with Economic-demographic Models For Brazil Description and Results</u> . IEI/UFRJ. Rio de Janeiro, 1988. (Discussão, 164). | 25 |
| 165. FIORI, José Luís. <u>Leituras de Conjuntura Política - 1. Algumas idéias sobre a racionalidade da decisão presidencialista. 2. A propósito do pêndulo Peeme debista</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 165). | 25 |
| 166. TORRES FILHO, Ernani Teixeira. <u>A transição do tratado para a teoria geral - A economia monetária, a poupança e o financiamento</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão 166). | 38 |
| 167. TAUILLE, José Ricardo et alli. <u>Matriz Eletrônica para a Produção de Sistemas Eletrônicos de Processamento de Dados no Brasil: Uma proposta de metodologia</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 167). | 71 |

168. FERRAZ, João Carlos; ANTUNES, Adelaide; TEIXEIRA, Francisco L.C.Teixeira e BRITTO, Jorge N.P. A demanda tecnológica da indústria química fina: implicações para política setorial. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 168) 62
169. GIAMBIAGI, Fabio. Taxa de Poupança, Restrições ao Crescimento e Política Econômica: Uma Abordagem Integrada. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988. (Discussão, 169) 26
170. SALM, CLAUDIO. Concertation in Incomes Policy: The Case of Brazil. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 170) 11
171. ZONINSEIN, Jonas. O circuito Financiamento-Investimento-Poupança Financeira. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 171). 32