

FRJ/IEI

0354

43927-4

TEXTO PARA DISCUSSÃO

SÉRIE TEXTOS PARA DISCUSSÃO
Nº 354

O RETORNO DOS FLUXOS DE
CAPITAL PRIVADO E O
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO:
QUESTÕES TEÓRICAS FACE A UMA
CONJUNTURA INTERNACIONAL
ADVERSA

DEZEMBRO DE 1995

ROGÉRIO STUART

Instituto de Economia Industrial
Universidade Federal do Rio de Janeiro

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL**

SÉRIE TEXTOS PARA DISCUSSÃO - Nº 354
O RETORNO DOS FLUXOS DE CAPITAL PRIVADO E O
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: QUESTÕES TEÓRICAS FACE A UMA
CONJUNTURA INTERNACIONAL ADVERSA
DEZEMBRO DE 1995

ROGÉRIO STUDART¹



43 - 016785

1 Do departamento de economia da FEA e do Instituto de Economia Industrial da UFRJ. O autor é grato aos Professores Mário Possas e Franklin Serrano pelos comentários a uma versão preliminar deste artigo e ao CNPq e à Fundação Universitário José Bonifácio pelo apoio financeiro, sem querer imputar-lhes responsabilidade pelos erros remanescentes.

Reitor da UFRJ: Prof. Paulo Alcântara Gomes

Decano do CCJE: Prof. José Antônio Ortega

Diretor do Instituto de Economia: Prof. José Ricardo Tauile

Coordenador de publicações: Prof. David Kupfer

Supervisão: Gláucia Aguiar

Projeto gráfico: Gláucia Aguiar

Editoração: Jorge Amaro

Ana Lucia Ribeiro

Revisão: Beatriz Alentejano

Impressão: Célio de Almeida Mentor

Luiz Jorge de Araújo Góes

Olávio da Silva Inacio

FICHA CATALOGRÁFICA

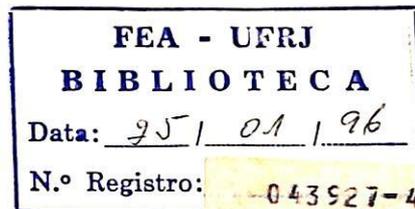
STUDART, Rogerio

O retorno dos fluxos de capital privado e o desenvolvimento econômico: questões teóricas face a uma conjuntura internacional adversa. / Rogerio Studart. -- Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995

45 p; 21cm -- (Textos para Discussão. UFRJ/IEI; n° 354)

Bibliografia: p.33-35

1. Fluxos de Capitais. 2. Desenvolvimento Economico - América Latina. I. Título. II. Série.

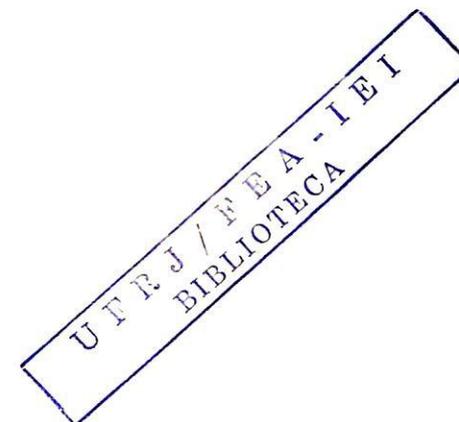


S
UFRJ/IEI
TD 354

MS 98287

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	5
POUPANÇA E FINANCIAMENTO; COLOCANDO OS CONCEITOS NOS SEUS DEVIDOS LUGARES	6
POTENCIAIS FUNÇÕES E DISFUNÇÕES DOS FLUXOS DE CAPITAL E O DESENVOLVIMENTO OS FLUXOS DE CAPITAL NO DESENVOLVIMENTO BRASILEIRO RECENTE: UMA ILUSTRAÇÃO	13
CONCLUSÃO	19
NOTAS	26
REFERÊNCIAS	30
GRÁFICOS	33
	36



INTRODUÇÃO

Na medida em que a escassez de capital é considerada, pela grande maioria dos economistas, um dos entraves ao desenvolvimento sustentado, o recente retorno dos fluxos de capital privado aos países latino-americanos tem sido recebido como um complemento bem-vindo dentro do investimento interno, e, destarte, um potencial impulso ao desenvolvimento. Mesmo a crise do peso Mexicano não abalou a crença em que tal retorno represente um novo padrão de financiamento externo do crescimento da América Latina, e, *pour cause*, que a liberalização financeira por parte dos países em desenvolvimento é uma forma de aproveitarmos (nós, os subdesenvolvidos) deste excesso de poupança colocada à nossa disposição pelo Norte.

Por trás de tal visão otimista estão implícitas algumas "hipóteses" sobre a lógica e a função de tais fluxos, que podemos resumir como se segue: (i) a utilização de "poupança externa", cujas oferta e demanda são determinadas em última instância por fatores reais, alavanca o crescimento nacional na medida em que permite um investimento externo superior à poupança nacional; (ii) o livre fluxo de capital entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos aumenta a eficiência da alocação internacional de capital, favorecendo os países com escassez de capital e, portanto, com taxas de remuneração deste fator mais altas; (iii) os desequilíbrios de curto prazo (tais como choques de oferta - e.g. do petróleo e de juros nos anos 70) não invalidam esta análise já que o desenvolvimento é um fenômeno de longo prazo - e no longo prazo tais desequilíbrios são analiticamente irrelevantes. Devido à origem teórica deste argumento e à sua predominância no meio acadêmico, no Banco Mundial e no Fundo Monetário Internacional, chamaremos tal posição de *visão convencional*.

Este artigo discute o papel dos fluxos de capital para o desenvolvimento econômico dentro de uma perspectiva não-convencional e utiliza-se da análise do caso brasileiro como uma simples ilustração do método aqui exposto. O artigo se organiza da seguinte forma: na segunda seção procuraremos analisar criticamente os fundamentos teóricos da *visão convencional*; ainda nesta seção, apresentamos uma alternativa, que se desenvolve a partir da causalidade Keynesiana entre financiamento, investimento e poupança, com seus desdobramentos no que tange à análise de fenômenos financeiros em economias monetárias abertas. A partir desta visão crítica, apresentamos na terceira seção um método de análise das funções (e disfunções) que os fluxos de capital podem ter para o desenvolvimento econômico. Na quarta seção, utilizamos o caso brasileiro para ilustrar alguns dos conceitos aqui oferecidos. A quinta e última seção conclui o artigo.

POUPANÇA E FINANCIAMENTO; COLOCANDO OS CONCEITOS NOS SEUS DEVIDOS LUGARES

*"Save and prosper"*²: fundamentos da visão convencional

Desde de muito, a confusão entre poupança e financiamento tem sido a base de argumentos e proposições de política por parte de autores ortodoxos. Para a maioria dos autores ortodoxos a abstenção ao consumo (poupança) é a fonte última de financiamento do investimento. Como só o consumo afere utilidade e o agente (como maximizador de utilidade) só se absterá de consumir para obter um ativo que lhe proporcione um fluxo futuro de renda superior à utilidade do consumo corrente não realizado. Sendo assim determinada a curva de oferta de poupança ("capital"), a demanda por tais recursos é determinada pela produtividade marginal do capital (decrecente por definição). A taxa de juros represen-

ta, portanto, a variável de ajuste neste mercado; o ponto de equilíbrio representa a alocação ótima do capital, dadas as preferências intertemporais dos poupadores e o estado das artes.

A visão que domina a literatura sobre desenvolvimento e finanças representa a aplicação do mercado clássico de poupança para uma economia monetária; ou seja, a teoria da intermediação financeira neoclássica. Esta tem dois pilares: a teoria dos fundos emprestáveis (TFE) e a hipótese dos mercados eficientes. A TFE se baseia no que chamamos, em outros artigos, *o argumento da poupança prévia* (e.g. Studart, 1995b). Ou seja, a hipótese de que a poupança e investimento agregados são determinados independentemente no mercado de capitais, tendo, em equilíbrio, a taxa de juros como variável de ajuste. Esta permite demonstrar que, mesmo que o agente poupe adquirindo um título de dívida de outrem, a poupança sempre estará financiando um ativo físico; logo, poupar é sinônimo de gastar.

O segundo pilar das teorias contemporâneas sobre o sistema financeiro é o paradigma do mercado de capital competitivo (MCC) (V. Lewis, 1992). Dentro deste paradigma, o mercado de capital competitivo é aquele que aloca poupanças/investimento de uma forma ótima; ou seja, em tal mercado a plena mobilidade dos recursos financeiros - seja no plano nacional ou internacional - distribuição perfeita de informações garantem a alocação ótima de capital.

Como mostramos em outro artigo (Studart, 1993), quando o *argumento da poupança prévia* é aplicada na Teoria do Desenvolvimento, a escassez de poupança é tida como principal empecilho ao crescimento dos países subdesenvolvidos. Tendo a mesma matriz teórica, duas linhas de argumento se constroem: o da necessidade de liberalização financeira como forma de estimular a poupança interna e o da necessidade de atração de recursos externos como complemento à poupança interna.

Apesar da base teórica dos modelos de liberalização financeira - calcados na chamada hipótese da repressão financeira, desenvolvida a partir de Shaw (1973) e McKinnon (1973) - não ser nova,³ estes tomam força na literatura do desenvolvimento econômico a reboque da chamada crise da dívida do Terceiro Mundo, especialmente a partir da moratória mexicana de 1982, quando ficara evidente que os fluxos voluntários para o Terceiro Mundo minguariam nos anos 80.

Já a visão convencional sobre o papel da poupança externa é menos recente, e perpassa análises ortodoxas e heterodoxas.⁴ Entretanto, desde fins dos anos 80, a visão de que a liberalização da conta de capital seja fundamental para o desenvolvimento vem assumindo de novo destaque na literatura econômica. O fator novo que motiva tal tipo de argumento é, obviamente, o retorno e crescimento exponencial dos fluxos de capital privado para os países subdesenvolvidos, ou utilizando um termo em voga, para os mercados emergentes, sob a égide do processo de globalização financeira.⁵ Assim, não surpreendentemente, nos anos 80 a literatura da liberalização financeira começou a atrelar crescente importância à liberalização da conta de capital dos países em desenvolvimento (V. por exemplo IMF, 1994).

Finance, invest and prosper: os fundamentos de uma visão alternativa

Keynes, entre outros (e.g. Schumpeter, 1934), tentaram insistentemente mostrar que tal associação entre poupança e investimento é equivocada na análise de economias monetárias, como pode ser desastrosa se aplicada em determinados contextos. Sem querermos repetir todo o argumento desenvolvido em outros lugares (e.g. Studart, 1995a e b), vejamos porque consideramos a obstinada crítica daqueles autores totalmente justificável.

Numa economia monetária, é a existência de moeda, e contratos expressos em moeda, que permitem o comando de

recursos (capital físico e trabalho) antes que o empresário possua os bens pelo qual tais recursos seriam normalmente trocados numa economia de escambo. Vale a pena frisar: *numa economia monetária é a posse de moeda, e não de recursos reais, que permite a aquisição de bens; em geral, qualquer forma de poupança acumulada na forma de ativos (reais e financeiros) em períodos anteriores, só poderá ser utilizado na compra de produto corrente se previamente transformado em moeda. A igualdade entre investimento e poupança corrente se deve única e exclusivamente à necessária identidade entre cessão de um bem e transferência de meio de pagamento entre compradores e vendedores de bens de investimento, e não à transferência simultânea de produto corrente e produto futuro entre agentes* (V. Davidson, 1994: cap. 3).

Como bem o coloca Davidson (*op. cit.*: 52-3), em uma economia monetária o ato de poupar representa duas decisões que podem ser demonstradas seqüenciais. O ato de abster-se de consumir, o que se refere à preferência intertemporal do agente; e o ato de adquirir um ativo como forma de manter riqueza, relacionado à sua preferência pela liquidez. Numa economia onde a moeda é uma opção enquanto ativo, a segunda decisão se refere à manutenção de moeda e/ou aquisição de ativos líquidos⁶. O ato de poupar só cria fundos emprestáveis se o agente optar pela aquisição de ativos líquidos; a criação de fundos emprestáveis, por sua vez, só gerará uma expansão do investimento se tais fundos forem utilizados na aquisição de bens de capital.⁷

Se parte do financiamento está relacionada à alocação da poupança, o volume total do financiamento, em uma economia monetária, é causalmente determinado pela criação de moeda. Por exemplo, em mantendo-se os prazos de pagamentos e recebimentos entre agentes, um crescimento do nível dos gastos e da atividade - e.g. um aumento do investimento, mantido o nível de consumo - gerará um aumento demanda transacional por moeda. A tal demanda

adicional por moeda, Keynes denominou o *motivo-finanças*⁸. Claro está que numa economia com tais características, o crescimento pode ser abortado por falta de liquidez (e.g. elasticidade na criação de moeda): o mercado pode ficar congestionado por escassez de moeda, mas nunca por escassez de poupança.

Não por coincidência, em economias com sistemas capitalistas, é a existência de instituições públicas e privadas capazes de criar moeda (bancos central e comerciais) que gera a *elasticidade* requerida quando o nível de atividade sobe e a demanda por recursos reais aumenta (Cf. Studart, 1995: cap. 5). De fato, na história da industrialização da maioria das economias capitalistas modernas, foi a existência de instituições criadoras de moeda que permitiram elasticidade na alocação/criação dos recursos necessárias à acumulação de capital (V. por exemplo Cameron, et al, 1967 e Zysman, 1983).

Mas a história também nos mostra que esta elasticidade tem limites. Isto porque o que garante que a moeda bancária seja aceitável, é o fato de que os bancos controlam suas estruturas ativas e passivas de tal forma a reduzir o risco de iliquidez - ou seja, incapacidade de transformação de depósitos "reclamados" em moeda estatal. Isto obriga os bancos a, independente da regulação que a eles se impõem, serem *elásticos com descrição*. Ou seja, na medida em que aumenta a vulnerabilidade dos bancos (empréstimos de prazos mais longos, financiados com depósitos a vista ou prazos curtos), menos propensos estarão estes a criar moeda para saciar o *motivo-finanças*.⁹

Desta forma, a elasticidade do sistema é solução institucional a um problema básico em economias capitalistas, na medida em que ela permite ao investidor prescindir de poupança prévia (sua ou de outros) para levar a cabo suas decisões de expansão. Entretanto esta elasticidade aponta para outro problema financeiro do crescimento em economias capitalistas; qual seja: o crescimento se dá com o alargamento

do hiato entre posições ativas (bens de capital) e passivas (moeda) na economia, e quanto mais rápido o crescimento, maior será a "iliquidez" das instituições criadoras de moeda. O financiamento com base em expansão de crédito bancário é uma solução institucional limitada e potencialmente volátil, pois caso haja variações significativas da preferência pela liquidez ou outros motivos que gerem modificações nas condições de liquidez, as instituições criadoras de moeda podem se encontrar insolventes.

Uma solução menos precária é a transformação, *voluntária ou compulsória*, dos saldos de caixa adicionais nas mãos dos poupadores (unidades familiares e empresas), em ações e títulos de longo prazo de empresas endividadas. Tal permitiria a estas empresas quitar seus passivos de curto prazo (empréstimos bancários) e aos bancos, reduzir sua vulnerabilidade (disparidade entre prazos de ativos e passivos). Na literatura pós-Keynesiana, esta transformação ficou cunhada, depois de um longo e conhecido debate sobre o *motivo-finanças*, como *fundring*.

Funding e mercados financeiros

Na Teoria pós-Keynesiana, que se utiliza da distinção entre *finance* e *fundring* para analisar os problemas de financiamento do crescimento, o "paradigma institucional" para exemplificar o *fundring* tem sido o modelo Norte-Americano dos anos 60, descrito, por exemplo, em Davidson (1986). Trata-se do modelo em que o investimento produtivo (de longo prazo) é financiado pelos bancos comerciais, enquanto o *fundring* é realizado através de emissão de ações no mercado primário de capitais, sendo o banco de investimento o intermediário responsável pelo *underwriting* de tais emissões. Como demonstrei em Studart (1995a: cap. 2), no modelo de Davidson, assim com em Keynes (1937), os bancos comerciais *podem* ter um papel fundamental no crescimento, na medida em que eles mesmos aceitam *provisoriamente* uma redução de sua liquidez, liquidez esta que é restaurada pelo processo de *fundring*.

Note-se, desta forma, que a articulação entre elasticidade e consolidação financeira (*finance* e *funding*), na forma descrita por Davidson, é um possível arranjo institucional - que pressupõe mercados de capitais robustos e tranqüilos; mas não é necessariamente o único arranjo encontrado no processo de desenvolvimento. Na maioria dos países de industrialização recente - que carecem de mercados de capital desenvolvidos -, mesmo que o *finance* possa ser realizado por bancos privados, o *funding* do investimento de longo prazo é via de regra realizado por instituições oficiais de fomento, como por exemplo os bancos de desenvolvimento.¹⁰

Admitindo-se que o modelo neoclássico do mercado de poupança/investimento não é minimamente descritivo dos problemas de financiamento em economias monetárias, podemos concluir que estes não podem ser analisados a partir de uma hipótese de carência de poupança interna. Na realidade, o desenvolvimento de uma economia monetária pode ser limitado por falta de liquidez mas nunca de "poupança". Do ponto de vista teórico parece mais adequado tentarmos entender o problema de financiar o desenvolvimento pela inexistência de mecanismos adequados de financiamento e até mesmo de *funding* em economias subdesenvolvidas. O papel dos fluxos de capital, suas funções e disfunções, também devem ser analisados pela forma que estes fluxos interagem com a economia nacional dirimindo ou aprofundando tais deficiências. É sobre esta base analítica que vamos avançar.

POTENCIAIS FUNÇÕES E DISFUNÇÕES DOS FLUXOS DE CAPITAL E O DESENVOLVIMENTO

Na medida em que existam diferentes moedas nacionais, entre a entrada de capital privado e o efetivo financiamento do investimento haverá sempre a intermediação por parte de um criador de moeda nacional (Banco Central ou bancos comerciais) ou transferência de moeda nacional entre agentes. Do ponto de vista lógico, nada garante portanto que a entrada de capital represente, por exemplo, algo a mais do que uma simples movimentação contábil dentro do balanço do Banco Central.

Assumir-se que tal fluxo representa *de alguma maneira* uma "utilização de recursos reais externos", é presumir que toda reserva acumulada ou gasta pelo Banco Central está diretamente relacionada ao financiamento das transações correntes com o Resto do Mundo.¹¹ Obviamente que qualquer economista bem treinado se recusaria a aceitar tal conexão lógica; porém, o vício do *argumento da poupança prévia* leva a maioria dos autores de formação convencional a falar de fluxos de capital como "utilização de recursos reais externos" - pelo menos quando se propõem a analisar tais fenômenos no *longo prazo*.

Alternativamente, utilizando como pano de fundo a distinção entre *finance* e *funding*, podemos caracterizar quatro funções, *não excludentes*, dos fluxos de capital ao desenvolvimento: (i) como variável de ajuste no balanço de pagamentos; (ii) como mecanismo de *finance* ao investimento interno; (iii) como condutor de capital externo para economias nacionais; (iv) estímulo ao desenvolvimento de mecanismos internos de financiamento (de longo prazo) dos investimentos. É o que passamos a discutir.

Variável de ajuste e indutor de desajuste no balanço de pagamentos.

Podemos identificar *três fontes de desequilíbrio no balanço de pagamentos*. A primeira se refere às operações com bens e serviços não-fatores (TC1). Outra fonte de déficit se refere a juros e dividendos remetidos e mais à parcela referente às amortizações (normalmente lançada na conta de movimento de capitais) (TC2) - ou seja o que podemos genericamente denominar "encargos do capital" ou "encargos financeiros". Uma terceira fonte de desequilíbrio se refere ao fluxos financeiros de capital (FC). Usando um formato pouco tradicional de balanço de pagamentos, poderíamos resumir tais desequilíbrios pela seguinte equação:

$$TC1 + TC2 + FC - Dres = 0$$

onde *Dres* denota a variação positiva de reservas.

Uma das principais mensagens implícitas em modelos de dois e três hiatos é que a utilização dos fluxos de capital enquanto variável de ajuste do balanço de pagamentos é importante para o desenvolvimento econômico porque supre os possíveis déficits, estruturais e mesmo conjunturais, de TC1. Porém devemos qualificar tal proposição: déficits em TC1 podem ser causados tanto por variação do volume físico de importações, quanto por choques de oferta (variação de termos de troca) - e.g. os sucessivos choques do preços de petróleo nos anos 70. Até que ponto podemos chamar este últimos déficits utilização de recursos reais é discutível.

Déficits em TC2 são normais em economias em desenvolvimento se atrelados a um passado de déficits em TC1. Porém também podem indicar um "desequilíbrio puramente financeiro", como por exemplo, aumento excessivo do endividamento da economia e/ou aumento imprevisto dos juros pagos sobre dívidas e outros títulos emitidos no exterior.

Fluxos de capital muito superiores/inferiores às necessidades de financiamento da soma dos déficits em TC1 e

TC2 podem caracterizar-se como um desequilíbrio financeiro. Se isto é evidente no caso de quedas abruptas de reservas, um superávit também pode sê-lo no médio prazo. Isto porque, neste caso, o aumento de reservas no curto prazo tem como contrapartida a emissão de títulos remunerados. Os encargos sobre estes títulos (juros e amortizações) podem transformar o problema de estoque do presente, num problema de fluxo no futuro, ao gerar déficits crescentes em TC2.

De fato, qualquer forma de endividamento líquido aumenta a vulnerabilidade financeira da economia. Utilizando-se da hipótese de fragilidade financeira Minskiana, tal vulnerabilidade pode gerar problemas de inadimplência e/ou insolvência se a capacidade de repagamento do agente endividado reduzir-se de forma inesperada, e/ou se as condições de crédito (especialmente as taxas de juros) variarem também de forma inesperada (V. por exemplo Minsky, 1982).

Enquanto condutor de capital

O fluxo de capital pode ser um veículo pelo qual um empresário estrangeiro ou nacional expande seu investimento interno, simultaneamente gerando o processo multiplicador de renda e expandindo a capacidade produtiva interna do país. Até recentemente - digamos, até os anos 80 - tal papel estava claramente vinculado à rubrica Investimento Estrangeiro Direto (IED), na medida em que estes estavam, no caso do Brasil e outros países em desenvolvimento, associados aos investimentos realizados por empresas transnacionais.

Entretanto, a reboque da onda de globalização financeira, tal rubrica tem sido crescentemente associada com aquisições acionárias em mercados secundários, como analisaremos abaixo.¹² Obviamente, tais fluxos não podem *a priori* ser classificados como condutores, ou mesmo financiadores de acumulação de capital. As qualificações necessárias são discutidas abaixo.

Os fluxos de capital e "finance"

O fluxos de capital serão tanto mais funcionais como canais de financiamento de investimento interno quanto haja deficiências estruturais nos mecanismos internos de financiamento. É importante entendermos que quando um fluxo de capital somente possibilita financiar gastos internos devido à criação de moeda ou transferência de moeda entre os agentes. Tal fluxo está resolvendo um problema de liquidez, e não um problema de escassez do fator *capital*! A questão que interessa ao analista é qual a razão conjuntural ou estrutural que leva a tal deficiências nos mecanismos de *finance* internos. Vejamos.

Existem diversas razões para que o sistema privado de financiamento de investimentos de longo prazo possam ser deficientes em países em desenvolvimento.¹³ Por exemplo, o crescimento acelerado - que se dá via de regra com criação de novas atividades/mercados-, pode representar um risco excessivo para o prestador; a acumulação de capital muito acelerada pode significar uma escassez de colateral face ao porte dos investimentos requeridos; ainda, países em desenvolvimento podem possuir legislações específicas no caso de inadimplência dos devedores que geram um risco maior.¹⁴ Todos estes motivos podem tolher os investidores nacionais de fontes adequadas de financiamento, e são possibilidades comumente encontradas na literatura. Queremos, como contribuição, brevemente analisar uma outra possível deficiência estrutural (não explorada na literatura) que pode gerar racionamento de crédito.

Utilizando ainda o mesmo arcabouço analítico e institucional discutido nesta seção, podemos imaginar quais as possíveis conseqüências para um país de um sistema de *funding* deficiente. Em tal economia - que vamos denominar *economia S* daqui para diante - a elasticidade *potencial* do sistema bancário seria a mesma; porém, dificilmente poder-se-ia contar com os bancos comerciais para prover *finance* durante um período continuado de crescimento. Isto porque,

o financiamento de ativos de longo prazo representaria uma irreversível diminuição da *liquidez* dos bancos, e conseqüentemente um aumento da sua vulnerabilidade financeira até que os investimentos maturassem e os empréstimos fossem pagos. O crescimento, que, no caso aqui discutido, exige um aumento constante do volume do investimento, rapidamente seria abortado por falta de fontes de financiamento.¹⁵

Se levarmos em consideração que é a existência de mecanismos de *funding* que reduzem a incerteza nas operações financeiras de longo prazo, é fácil imaginar que o "curto-prazismo" deve caracterizar os sistemas financeiros na nossa *economia S*. Por sua vez, pode-se também imaginar que, fora dos países onde se constituem significativas fontes alternativas de financiamento de longo prazo (bancos de desenvolvimento, por exemplo), a demanda por crédito de longo prazo tende a ser racionada. Isto implica em dizer que as fontes de financiamento de curto prazo tendem a ser sobrecarregadas, na medida em que o financiamento de longo prazo para grande parte dos investidores tem de ser feito via renovação contínua de créditos de curto prazo. Logo, há uma pressão estrutural nestas economias por prazos curtos de aplicação e crédito, taxas de juros de curto altas e racionamento de crédito.

Nos casos das deficiências supracitadas, os fluxos de capital podem reduzir os constrangimentos de liquidez (ou de falta de mecanismos de *finance* apropriados) impostos ao crescimento. Porém, vale a pena lembrar, tais constrangimentos nada têm a ver com a necessidade de "recursos reais externos" e, pelo menos teoricamente, poderiam ser solucionados com políticas financeiras internas, de curto (e.g. expansão de crédito público) e longo prazo (desenvolvimento institucional).

Enquanto estímulo ao desenvolvimento do mercado de capitais

Se a inexistência de mecanismos de *funding*, pode explicar em parte o curto-prazismo dos mecanismos de financiamento internos, podemos ver uma outra possível função dos fluxos de capital privado; qual seja: o estímulo ao desenvolvimento de mecanismos de *funding*. Os fluxos de capital voltados para a aquisição de ativos nos mercados organizados (bolsas e outros mercados de títulos de dívida) podem desempenhar tal papel, se, e somente se, contribuírem para o aumento do volume transacionado e da robustez deste mercados. Ou seja, o requisito é que tais recursos sejam estáveis, contribuindo para o que Davidson (1994: *passim*) chama com propriedade *well-organized, orderly markets*.

Obviamente, tal função se transforma em disfunção quando o capital que migra para os mercados secundários nacionais extremamente voláteis, já que um aumento da volatilidade dos preços de ativos gera pouca atratividade para investidores (financeiros) de longo prazo.

Se a volatilidade dos fluxos é importante para o papel que estes podem desempenhar para o desenvolvimento econômico, vale a pena discutir uma hipótese, também pouco aventada, que só poderemos testar parcialmente neste trabalho. Qual seja, *uma economia que possui mecanismos de financiamento de longo prazo pouco desenvolvidos e onde prevalece o curto-prazismo será um enorme atrator de fluxos de capital de curto prazo. Pelo lado da demanda interna por fontes de financiamento, isto ocorre porque as condições financeiras internas são menos favoráveis ao financiamento da acumulação produtiva do que as internacionais. Pelo lado da oferta, tal tende a possuir horizontes de valorização financeira mais amplos - com prazos mais curtos, taxas de juros internas bem mais elevadas e possibilidades de ganhos de capital mais rápidos (nos seus mercados financeiros pouco desenvolvidos)¹⁶ - tende a atrair fundos especulativos, conquanto o risco cambial seja reduzido.*

Se nossa hipótese for verdadeira, para economias com mercados financeiros pouco desenvolvidos e mecanismos

deficientes de financiamento de longo prazo, fora em momentos de grande depressão no mercado interno, a abertura da conta de capital poderá provocar fluxos de capital de curto prazo muito superior às necessidades de financiamento do balanço de pagamentos e/ou de financiamento de atividades produtivas dentro da economia.

Por fim, cabe lembrar que, no curto prazo, a contrapartida de tais influxos é a expansão da liquidez de mercados secundários (bolsas de valores e outros mercados organizados). Caso as autoridades monetárias não esterilizem tal movimento, o resultado natural seria uma queda das taxas de juro internas de curto prazo. No médio prazo, entretanto, um acúmulo de reservas teria uma contrapartida de aumento de vulnerabilidade financeira da economia, acompanhada dos riscos já discutidos acima.

OS FLUXOS DE CAPITAL NO DESENVOLVIMENTO BRASILEIRO RECENTE: UMA ILUSTRAÇÃO

O objetivo desta seção é apresentar uma análise, mesmo que preliminar, do papel dos fluxos de capital estrangeiro no desenvolvimento brasileiro recente, a fim de que aplicando o método analítico até aqui desenvolvido; uma análise empiricamente mais detalhada por período tenha que se seguir em outros artigos.

As reformas de 1964-66: a primeira grande abertura financeira

As mudanças institucionais introduzidas pela Reforma de 1964-65 mudaram significativamente a relação entre fluxos de capital e financiamento do desenvolvimento. Em contraste com a estrutura financeira anterior, o sistema que emergiu das reformas era significativamente mais aberto ao sistema financeiro internacional. Anteriormente, as empresas privadas nacionais tinham quase nenhum acesso ao mercado

internacional - "privilégio" da empresas transnacionais (Lei 4131) e do Governo. A resolução 63 permite às firmas nacionais adquirirem empréstimos em condições (prazo de repagamento e taxas de juros), inexistentes no sistema financeiro nacional privado até então.¹⁷

Estas mudanças legais afetaram o fluxo de capital de forma substancial.¹⁸ O mais interessante (*sic !*) é que, conforme mostra o gráfico abaixo, o rápido endividamento externo serviu muito menos para financiar déficits na balança comercial e de serviços não fatores (TC1) e mais para gerar um acúmulo de reservas e pagar serviço de dívida velha (V. gráfico 1).

Este fenômeno aparentemente contraditório já foi amplamente observado por diversos autores,¹⁹ e, a nosso ver, tem raízes internas e externas. Pelo lado da oferta de recursos, o desenvolvimento dos Euromercados nos anos 60 e 70 aumentaram significativamente a liquidez internacional, gerando uma redução do custo de empréstimos externos. Internamente, a generalização da indexação de ativos e passivos financeiros, fez com que as taxas de juros reais passassem de negativas até 1966, para taxas reais positivas (e elevadas).

Ou seja, a reforma de 64-5 abriu uma janela entre um sistema financeiro nacional incapaz de fornecer crédito em condições de prazo e taxas adequados com um sistema financeiro internacional agressivamente ofertante de crédito barato e com melhores prazos de repagamento.

A crise do petróleo - iniciada em 1973 com a quadruplicação do preço - justificou a aceleração do endividamento externo no início dos anos 70. Como se sabe, a resposta do governo brasileiro foi a "marcha forçada" imposta pelo II Plano Nacional de Desenvolvimento (Castro e Souza, 1985). Entretanto, o caráter financeiro da dívida a partir de 1977 foi similar ao que se observou entre 1967 e 1973: ou seja, a dívida passou a ser ditada muito menos pela necessidade de financiamento de serviços não-fatores

(TC1) e mais pelo custo de rolagem da dívida passada (TC2) e pela acumulação despropositada de reservas internacionais. Isto pode, de uma forma concisa, ser observado ainda pelo gráfico 1.

O aumento do custo da rolagem da dívida se explica por *pelo menos* duas razões. Primeiramente, pelo endividamento acumulado no período anterior. O aumento do estoque da dívida, muito além das necessidade de financiamento do balanço de pagamentos, é resultado de uma política governamental explícita de atração de "poupança externa" *tout cours*.²⁰ Para tal, o governo promoveu taxas de juros internas que possibilitavam um significativo diferencial das taxas de financiamento em moeda estrangeira.

Em segundo lugar, a falta de mecanismos de transformação do financiamentos de curto prazo em passivos de longo prazo (*funding*) no sistema financeiro internacional gerou uma dívida do terceiro mundo eminentemente de curto prazo (ou com juros flutuantes, o que ao nosso ver dá no mesmo). A rolagem da dívida passou, portanto, a ser um forte fator realimentador da deterioração da vulnerabilidade externa do país.

Num segundo momento (mais precisamente em 1979), com mais um choque do petróleo, e súbita elevação das taxas de juros internacionais, o país passa a queimar reservas para fazer face ao aumento de do custo de rolagem da dívida externa, como observamos no gráfico acima. A partir de 1982, o país passa a ser um "exportador líquido de recursos reais", fato indicado pelos sinais negativos de TC1. O estrangulamento externo parece claro se observamos que a partir especialmente de 1982, o pagamento de juros e amortizações passa a ser o fator preponderante na utilização dos fluxos de capital e do saldo comercial (gráfico 1 e Tabela 1).

Ou seja, em contraposição à visão otimista sobre o papel da "poupança externa" para nosso desenvolvimento, podemos afirmar que o efetivo financiamento de déficits nas

na balança de serviços de fatores (TC1) não foi significativo no longo prazo, especialmente se levarmos em conta as reservas absorvidas pela rolagem de dívida velha. De fato, o país em mais de uma vez viu sua posição de importador líquido de capital para exportador líquido de capital, se colocando em estratégias Ponzi, ou seja, captando recursos a custos exorbitantes e condições extremamente desfavoráveis.

Por outro lado, se considerarmos o enorme esforço do governo em esterilizar os impactos destes fluxos sobre a expansão da base monetária, podemos concluir que, do ponto-de-vista do financiamento interno, os fluxos de capital no máximo foram mais um instrumento de alocação de liquidez entre agentes, mas não teve papel significativo na criação de fundos emprestáveis adicionais. Até o fim dos anos 80, os fluxos de capital passaram a ser funcionais unicamente no ajuste do profundo desequilíbrio financeiro, expresso em nosso gráfico 1 pelo assustador crescimento de TC2.

Os anos 90 e a liberalização crescente da conta de capital

A liberalização da conta de capital no Brasil se acelerou significativamente em fins dos anos 80, quando o Governo adotou uma série de medidas que revogaram e eliminaram proibições, restrições e barreiras ao capital estrangeiro. Sem dúvida alguma, uma das medidas mais importantes foi a resolução 1289, de 20 de março de 1987, que aprovou a criação de fundos e sociedades de capital estrangeiro (até então inexistentes no Brasil) - Anexos I, II e III - e seu Anexo IV de 31 de maio de 1991. O anexo IV, em especial, possibilitou uma ampliação das alternativas aos investimentos externos através da administração de carteira de valores imobiliários de investidores institucionais estrangeiros.²¹

Do ponto de vista da funcionalidade dos fluxos de capital para o país, o processo de liberalização não poderia ter sido realizado num momento menos feliz. Isto porque vários

fatores apontavam que os capitais que para aqui migrariam seriam aqueles com condições menos apropriadas para o financiamento do desenvolvimento. Vejamos.

O mercado internacional apresentava claros sinais de excesso de liquidez no mesmo período - com expansão rápida dos preços em mercados secundários e baixas taxas de juros, enquanto as operações securitizadas e desenvolvimento de derivativos o tornavam cada vez mais *curto-termista* (IMF, 1994: 84; Kregel, 1994). Em segundo lugar, as taxas de juros reais baixas nos países de moeda forte e os aumentos reais significativos dos mercados emergentes - gerados inicialmente por repatriação de capitais -, tornaram os últimos um paraíso de aplicação de investidores menos avessos ao risco.²²

Enquanto isso, os economistas de lá e de cá, de uma forma geral, e as equipes econômica dos governos latino-americanos, em especial, adotavam um otimismo extremado sobre o retorno voluntário dos fluxos de capital. Não surpreende, portanto, que um grande número de planos de estabilização na América Latina tenha tido como um dos pilares de sustentação alguma forma de âncora cambial, e implicitamente a aceitação de que o custo da estabilização seria a presença de continuados déficits comerciais financiados pela entrada de capital de curto prazo.

Em 1992, com o retorno do fluxos voluntários de capital financeiro, o Brasil volta a acumular reservas e torna-se de novo um importador líquido de capital (V. gráficos 1 e 2). O caráter dos fluxos de capital para o Brasil se modificou sobremaneira em fins dos anos 80, estimulado por uma conjunção de desenvolvimento no mercado financeiro internacional e, em menor medida, pelo processo de rápida liberalização da conta de capital que se deu a partir de 1988. Dois fatores contribuem para tal performance: (i) a continuação dos excelentes resultados de balanço de pagamentos; (ii) a redução do custo de rolagem da dívida externa, dada

a queda das taxas de juros internacionais; (iii) o significativo aumento dos saldos dos fluxos de capital.

Já falamos sobre o caráter principalmente especulativo deste fluxos. É importante ressaltarmos mais alguns dos seus aspectos. Primeiramente, devemos notar que o Brasil acumula reservas muito rapidamente no período (Gráfico 2), o que indica que os fluxos de capital não foram funcionais em relação ao financiamento do balanço de pagamentos até o início de 1995.

Por outro lado, é interessante lembrar que a grande parte dos fluxos não serviram como *condutor de capital*, na medida em que o investimento estrangeiro direto continua deprimido, assim como todo o investimento nacional. De fato, a maior parte dos "investimentos estrangeiros" até aqui absorvidos são os denominados investimentos de portfólio (Gráfico 3). Neste caso, a atração pelo mercado brasileiro tem pelo menos três pernas: (i) o processo de privatização proporciona uma alta rentabilidade, já que os PL das ações negociadas em nossas bolsas "subdesenvolvidas" são muito inferiores ao PL no exterior; (ii) os ganhos de capitais possíveis em mercados menos robustos é muito superior ao de mercados mais robustos; (iii) o diferencial de juros nacionais e internacionais é alto, ainda mais considerando a política restritiva do governo brasileiro e a queda das taxas de juros nos mercados dos países mais desenvolvidos.

Por outro lado, os fluxos vão afetar diretamente a liquidez dos mercados monetário e de capitais. No que tange ao mercado monetário, a preocupação de que este aumento de liquidez gerasse - num momento em que as expectativas empresariais estavam deprimidas e portanto o crescimento restringido - uma explosão inflacionária, leva o governo manter uma política de esterilização agressiva (Gráfico 4) e patamares recordes de taxas de juros (Gráfico 5). O efeito foi aumentar o diferencial de juros, e a destinação dos fluxos para o investimento em portfólio, numa circularidade perversa. Na medida em que o governo procurou esterilizar os

efeitos de tais fluxos sobre a expansão da base monetária, mais uma vez estes fluxos serviram mais de instrumento de transferência de liquidez interna, do que propriamente de criação de novas fontes de financiamento do crescimento interno.

Por fim, se considerarmos o papel potencial dos fluxos no desenvolvimento do mercado de capitais interno, nossa conclusão é pouco alentadora. O aumento da aplicação em portfólio gerou um aumento excessivamente rápido dos preços das ações nos mercados secundários,²³ aumentando o incentivo à especulação naqueles mercados - *sem contrapartida significativa de expansão das emissões* (gráfico 7).²⁴ Se nossa visão está correta, tal fenômeno não contribui para o desenvolvimento de longo prazo de tais mercados, já que os investidores institucionais não migram para mercados altamente especulativos - ou seja, o papel dos fluxos enquanto incentivo à expansão dos mecanismos de financiamento de longo prazo também são limitados. De fato, a crise mexicana parece evidenciar a hipótese de que as crises em mercados financeiros tendem a tornar os investidores de longo prazo menos propícios a "arriscarem-se" de novo.²⁵

Em suma: a história dos anos 90 tem algumas similaridades ao que ocorreu no período de 1967 a 1973 - apesar de com escalas muito maiores. Ou seja, o aumento do fluxo de capitais só serviu para fazer face a reais desequilíbrios do BP a partir da segunda fase do Plano Real (julho de 1994), quando o aumento da renda real e a liberalização comercial propiciaram a explosão da demanda por bens de consumo, que consumiu até agora grande parte de nossas reservas (assim como o choque do petróleo em 1973 o fez, por sinal!).

Uma diferença deve ser ressaltada: nos anos 90, os capitais que fluem são muito mais voláteis do que os empréstimos de longo prazo ao contrário de 1967-73 (mesmo que estes tivessem taxas de juros flutuantes). Por outro lado, os contratos de empréstimos de longo prazo criam,

UFRJ - IEI
 BIBLIOTECA

necessariamente, um certa "solidariedade contratual" entre as partes - já que ambos se tornaram vulneráveis simultaneamente -, solidariedade esta que não existe em investimentos em títulos financeiros. Estas características dos fluxos no período do "milagre" tendiam a dirimir o risco sistêmico, já que problemas de *defaults* tendem a ser minimizados pelo prazo de repagamento, ou por soluções pactuadas.²⁶ No caso dos anos 90, a fungibilidade e mobilidade dos recursos e a inexistência de interdependência entre prestador final e tomador final tornam o risco sistêmico muito maior. Mas isto, a crise do peso mexicano e o conseqüente efeito tequilla, já o bem demonstraram.

CONCLUSÃO

A *visão convencional* é especialmente imprópria para analisar fenômenos financeiros no capitalismo. Isto se deve à hipótese implícita de que tais fenômenos sejam de efeito transitório e, portanto, irrelevantes no longo prazo. Com esta perspectiva, o sistema financeiro representa um simples intermediário entre poupadores e investidores na alocação de capital, e os fluxos financeiros são, em última instância, contrapartida de fluxos reais. Por sua vez, estes últimos são reflexos de fatores tecnológicos, que determinam a distribuição de renda, e das preferências dos consumidores na economia.

Tendo com pano de fundo tal visão de funcionamento da economia, é possível compreendermos a insistência em tratar fenômenos tais como os fluxos de capital entre economia como fossem relacionados, em última instância: (1) com necessidades de financiamento do balanço comercial (menos os serviços de fatores) entre países; (2) com a escassez relativa de capital, e portanto com a diferença entre produtividade do capital entre países superavitários e deficitários; e (3) com as preferências das sociedades nacionais

por poupar, em geral identificadas com fatores culturais etc. Ou seja, os fenômenos financeiros são determinados no estado estacionário neoclássico por fatores reais, mesmo que no curto prazo possa haver *overshootings* e outras manifestações de funcionamento instabilizador no mercado. Utilizando tal arcabouço teórico, pode-se inferir que o retorno dos fluxos de capital privado aos "mercados emergentes" representa, ao menos no longo prazo, um impulso ao desenvolvimento.

Neste artigo procuramos apresentar uma visão alternativa sobre o papel dos fluxos de capital para o desenvolvimento. Entre o cálice (fluxos de capital) e a boca (financiamento do desenvolvimento), distinguimos quatro potenciais funções e disfunções destes fluxos: (i) ajuste de balanço de pagamentos; (ii) canal condutor de capital estrangeiro; (iii) financiador de atividades produtivas na economia; (iv) promotor de desenvolvimento dos mecanismos internos de financiamento de longo prazo.

Utilizando tais distinções, podemos observar a funcionalidade dos fluxos de capital para o desenvolvimento econômico brasileiro entre 1964-5 até hoje, que resumimos a seguir. As reformas de 1964-5 liberalizaram a captação de recursos via empréstimos em moeda estrangeira. Mesmo que a economia se encontrasse em relativo estado de equilíbrio externo, a demanda por empréstimos aumentou de forma significativa entre 1967-73, redundando em rápida expansão de reservas internacionais. Mesmo que estes capitais tenham sido pouco funcionais enquanto variável de ajuste do balanço de pagamentos, provocaram um aumento perverso (e pouco eficiente) das dívidas externa e interna - esta última tendo sido utilizada como instrumento para esterilização de parte do aumento da liquidez gerada pelo aumento destes fluxos. Os efeitos da expansão da dívida externa só foram observados no médio prazo, através do aumento da vulnerabilidade financeira da economia brasileira e do crescente déficit financeiro (TC2) no balanço de pagamentos.

O choque do petróleo gerou uma situação de desequilíbrio na balança comercial, que associada ao aumento dos custos financeiros da dívida externa acumulada, terminaram por consumir as reservas acumuladas no período de 1966 a 1973. Já em 1977, o país apresenta uma trajetória de equilíbrio da balança comercial, porém os custos financeiros passam a dominar os desequilíbrios no balanço de pagamentos. Com o segundo choque do petróleo e os choques das taxas de juros internacionais, os desequilíbrios no balanço de pagamentos passam a consumir a totalidade dos fluxos de capital. Em 1982, o Brasil passa a ser um "exportador líquido de recursos reais", mesmo que revertendo sua posição em balança comercial!

Desde 1967, o grande aumento do fluxo de capital - muito além das necessidades de financiamento do balanço de pagamentos após a relativamente pequena liberalização da conta de capital, mostrava o problema de abrir financeiramente, de forma indiscriminada, uma economia com um sistema financeiro pouco desenvolvido. Isto porque, como mostramos, o sistema brasileiro caracterizava-se por dois fatores interrelacionados: um sistema bancário e não bancário privado voltado para o financiamento de curto prazo, um pequeno e especulativo mercado de capitais e uma grande carência de recursos voluntários de longo prazo. Desta forma, o "curto-prazismo" e a pressão sobre o mercado de crédito de curto prazo (e por sua vez sobre as taxas de empréstimo) geram uma tendência à expansão da demanda por empréstimos em moeda estrangeira - que, por serem originados de países com esquemas de *finance* e *funding* melhor desenvolvidos, podem oferecer melhores condições gerais de crédito (taxas e prazos de maturação).

Os anos 90 tendem a confirmar nossa hipótese, porém com características distintas. A partir de 1988, a liberalização da conta de capital permitiu uma maior flexibilidade de entrada e saída de investimentos financeiros de curto prazo (ou de portfólio). A atração pelo mercado brasileiro neste

período teve mais a ver com as perspectivas de ganhos de capital rápido do que, propriamente, com os *fundamentals* de longo prazo de nossa economia.

Assim, a partir de 1990 observa-se um aumento dos fluxos ligados a investimentos de portfólio, associado por muitos, inclusive este autor, ao repatriamento de parte do capital que migrou para o norte nos anos 80. Depois de dois anos consecutivos de ganhos de capital surpreendentes nas bolsas e dos fundos, em 1992 o país vê um aumento exponencial do fluxo de capitais - suficiente para expandir nossas reservas para mais de US\$ 40 bilhões em 1994, gerando condições "ideais" para o lançamento de um plano de estabilização com base numa âncora cambial.

Fora criar um ambiente favorável ao tipo específico de estabilização adotada no país, o retorno de capitais privados ao Brasil teve um papel tímido (senão perverso) no desempenho das quatro funções descritas acima. Isto porque: (1) não representou, até mui recentemente, uma variável de ajuste do balanço de pagamento, já que os mega-superávits dos anos 90 faziam o Brasil prescindir de tal contribuição; (2) não foi, na sua maior parte - que se destinou essencialmente a investimento de portfólio -, financiador de expansão de capital; e (3) muito menos condutor de capital, dada a diminuta participação relativa dos investimento estrangeiros produtivos no total dos fluxos; (4) não contribuiu para o desenvolvimento de fontes internas de *funding*, pois expandiu mui rapidamente os preços e a volatilidade nos mercados secundários, agravando o caráter especulativo de nosso mercado de capitais. Por fim, cabe lembrar que, na medida em que tem contrapartida direta sobre a base monetária, tais fluxos, nos volumes que aqui chegam, têm sido fonte de instabilidade de macroeconômica.

Talvez o mais cruel do processo se relacione ao fato de que a ilusão de que tal fenômeno apontasse para um "novo padrão de financiamento externo brasileiro" (de Barros e Mendes, 1994) tenha desviado nossa atenção, no plano in-

terno, sobre as reais necessidades de ajuste do sistema financeiro nacional - no que tange especialmente aos mecanismos de financiamento de longo prazo - para que este se torne mais funcional ao desenvolvimento nacional; e no plano externo, sobre as reais potencialidades que os recentes desenvolvimentos nos mercados financeiros internacionais podem eventualmente nos oferecer, caso tenhamos uma política responsável de captação e alocação de tais recursos.

NOTAS

- 2 Este foi um subtítulo de artigo de Martin Feldstein, onde a visão convencional que discutimos aqui é extremamente bem resumida. Veja-se *The Economist*, June 24th 1995, pp. 72-73.
- 3 Para uma análise da hipótese da repressão financeira e uma crítica ao modelos de liberalização financeira, veja-se Studart (1993).
- 4 Dentro da "heterodoxia", temos, por exemplo, o modelo de dois e três hiatos, onde a poupança externa é vista como complemento essencial para permitir que os países subdesenvolvidos superassem a "carência estrutural de capital" e decolassem - no sentido de Rostow.
- 5 Para uma análise da lógica do processo de globalização financeira e suas conseqüências para os países em desenvolvimento, veja-se Kregel (1994).
- 6 Definidos por Davidson (*op.cit.*: 50) da seguinte forma "liquid assets are durables traded in well-organized, orderly markets where the market maker assures that the next price will not differ significantly from the transaction price". A moeda é, portanto, o ativo líquido por excelência pois é aceito como meio universal de pagamento e seu preço em relação a si mesmo (vale a redundância) não varia no tempo.
- 7 Por exemplo, a emissão de ações por parte de uma empresa representa uma utilização de fundos emprestáveis, porém não representa *per se* um financiamento à aquisição de nenhum bem físico.
- 8 O motivo-finanças para demandar liquidez, apresentado por Keynes em artigo de 1937 (v. bibliografia) se refere à demanda

adicional de moeda gerada por uma expectativa de expansão do nível de atividades. Abaixo discutiremos mais o conceito e sua relação com o financiamento do investimento.

9 Ou seja, numa economia monetária, e portanto não-ergódica, os bancos, como quaisquer outros agentes, têm preferência pela liquidez. No caso dos bancos tal preferência se revela através dos níveis desejados entre ativos de maior prazo e passivos de menor prazo. Em Studart (1995a) apresentamos um modelo da firma bancária com estas características.

10 Em Studart (1995b: cap. 5) apresentamos uma discussão sobre arranjos institucionais alternativos para o financiamento da industrialização.

11 Além disto, para que a associação entre "fluxo de capital" e utilização de recursos reais fosse completa, teríamos que abstrair dos choques de oferta que eventualmente modificam as relações de troca entre produtos nacionais ou importado (por exemplo, o choque do petróleo nos anos 70).

12 Conforme ficará claro na análise do caso brasileiro abaixo.

13 Para uma análise teórica destas possibilidades veja-se por exemplo Stiglitz e Weiss (1981) e Stiglitz (1993).

14 O caso típico é o instrumento da *concordata* no Brasil, pelo qual a firma inadimplente obtém direito de postergar por longos prazos o repagamento de suas dívidas se o risco de inadimplência for iminente.

15 De fato, a poupança na forma de saldos ociosos nas mãos das unidades familiares (ou a poupança financeira) aumentou. Mesmo assim, não aumentaram as fontes de financiamento de longo prazo.

16 *hinner markets* em inglês.

17 Não podemos esquecer que o sistema BNDES era, até 1971, praticamente um financiador exclusivo de empresas públicas. Veja-se a respeito, Studart (1995).

18 Mesmo atravessando uma crise econômica severa até 1966, os empréstimos externos subiram de US\$ 373 milhões em 1965 para US\$ 508 milhões em 1966, e ininterruptamente - com exceção de 1967 - até alcançar US\$ 4.5 bilhões em 1973.

19 Veja, inter-alia Davidoff Cruz (1984) e Studart (1995: 178-9).

20 As justificativas e linhas mestras desta política são apresentadas, por exemplo, num documento do Banco Central de 1973 (V. BACEN, 1973).

21 Para termos idéia do papel do anexo IV, podemos citar que entre 1992 e 1994 mais de 90% dos investimentos externos no

mercado de capital brasileiro foram realizados via anexo IV. Mais detalhes abaixo.

22 Para uma análise detalhada do processo, veja-se Bastos (1995: capítulo 3). Muitos economistas têm procurado associar o aumento do fluxo de capitais para economias emergentes à adoção de políticas macroeconômicas mais "sólidas" e às reformas liberalizantes em alguns países. Obviamente, a maior estabilidade macroeconômica tende a atrair capitais, porém, concordamos com Fanelli e Machinea (1994) que "os determinantes dos movimentos de capital para a América Latina parecem relacionar-se em primeiro lugar com fatores externos à região tais como a evolução das taxas de juros internacionais, as mudanças na operação e nas regulamentações no mercado de capitais no exterior e nos saldos de conta corrente dos Estados Unidos" (op. cit.: 9).

23 No gráfico 5 - onde comparamos o índices BOVESPA (São Paulo), com maior volatilidades, e Dow (Nova York)-podemos observar a gravidade do problema através da análise visual das volatilidade da bolsa brasileira nos últimos anos comparada à mais robusta - e, de certa forma, mais funcional - bolsa Americana. No mesmo gráfico podemos constatar porque o mercado brasileiro representa um paraíso ao *smart-money* e outras formas de capitais especulativos de curtíssimo prazo.

24 O autor foi incapaz de encontrar dados precisos de emissão de ações nos mercados primários no Brasil. Portanto, como *proxy*, apresentamos os dados de capitalização deflacionado pelo índice FGV - que nos permite uma aproximação de quanto variou o estoque de ações no país - e o número de empresas abertas no mercado. O que se quiz provar é que o mercado cresceu essencialmente pela variação de preços de ativos já existente, e não com base de emissão de novas ações - quando de fato o mercado acionário desempenha o papel de canalizador de funding das empresas.

25 Ao que tudo indica, foram neste sentido as conseqüências de uma crise como a do México, e seu efeito (Tequilla) sobre as bolsas de países emergentes, como podemos depurar da observação de um chefe de operações de renda variável de uma mesa importante: "os investidores de longo prazo, fundos de pensão e de investimentos, que estavam muito ativos na compra de papéis brasileiros antes da crise, fugiram apavorados, sendo substituídos pelos especuladores do "hot-money". Assim, segundo ele, ao contrário do que muitos brasileiros pensam, a volatilidade do fluxo de capitais no Brasil é também conseqüência, e não apenas causa da crise cambial e das bolsas do Brasil precipitada pela desvalorização do

peso mexicano "(Gazeta Mercantil, 28 de Abril de 1995, p. 4). É por isso que o excesso de volatilidade em mercados "menos pequenos" tem um fator de *hysteresis*: porque são menos pequenos são potencialmente mais voláteis; porque são mais voláteis, tendem a ser menos atraentes para investidores de longo prazo; porque não atraem tais investidores, tendem a continuar pequenos.

26 O fato de que o FMI tenha sido utilizado pelo sistema bancário internacional nos anos 80 como cão de guarda para impor aos países do terceiro mundo o peso do ajuste financeiro, não reduz a força do nosso argumento: uma solução pactuada nem sempre se dá entre partes com igual poder de barganha.

REFERÊNCIAS

- Banco Central do Brasil 'Setor externo e desenvolvimento da economia', Boletim, Anexo Especial II, 1973.
- Bastos, T. C. Investimento estrangeiro em portfólio no Brasil: a experiência recente. Mimeo, como parte de tese de Mestrado em elaboração a ser apresentada à Universidade Federal Fluminense, 1995.
- Cameron, R. (ed.), O. Crisp, H.T. Patrick, and R. Tilly (1967) Banking in the Early Stages of Industrialization: a Study in Comparative Economic History, New York: Oxford University Press, 1972.
- Castro, A.B. and F.E.P. Souza (1985) A Economia Brasileira em Marcha Forçada, Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- Davidson, P. (1986) 'Finance, funding, saving and investment', Journal of Post Keynesian Economics 9,1: 101-110.
- Post Keynesian Macroeconomic Theory, Aldershot: Edward Elgar, 1994.

- De Barros, O. e Mendes, A.P.F., Os fluxos globais de capital e o novo padrão de financiamento externo brasileiro: o perfil da captação externa de recursos via títulos, mimeo.
- Fanelli, J.M. e Machinea, J.L. El movimiento de capitales en Argentina, CEPAL, Nações Unidas, 1994.
- IMF - International Monetary Fund (1994), "International capital markets: development, prospects and policy issues", World Economic and Financial Surveys, Washington, DC, September.
- Keynes, J.M. Collected Writings (CWJMK). D.E. Moggridge (ed.), London: Macmillan for the Royal Economic Society, various dates from 1971.
- (1937) 'The "ex-ante" theory of the rate of interest'. The Economic Journal, December 1937. Reprinted in CWJMK, vol. XIV: 215–23.
- Kregel, J. (1994) Capital flows: globalization of production and financing development, UNCTAD Review, pp. 23-38.
- Lewis, M. K. 'Modern banking in theory and practice', Revue Économique 10, 2: 203–225, 1992.
- McKinnon, R. I. Money and Capital in Economic Development, Washington D.C.: Brookings Institution, 1973.
- Minsky, H. P. 'The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy', in C.P. Kindleberger and J.P. Laffargue (eds) Financial Crises, Cambridge: Cambridge University Press, 1982.
- Schumpeter, J. The Theory of Economic Development, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 1934.
- Shaw, E. S. Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press, 1973.

- Stiglitz J.E. and A. Weiss (1981) 'Credit rationing in markets with imperfect competition', American Economic Review 71,5: 393–410.
- Stiglitz, J.E. 'The role of the State in financial markets' Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics, The World Bank: Washington, D.C.: 19-52, 1993.
- Studart, R. 'Financial repression and economic development: towards a post-Keynesian alternative', Review of Political Economy, 5,3: 277–298, 1993.
- Investment Finance in Economic Development, London: Routledge, 1995a.
- 'The efficiency of the financial system, liberalisation and economic development', a ser publicado, Journal of Post Keynesian Economics, 1995b.
- Zysman, J. Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Growth, Oxford: Martin Robertson, 1983.

GRÁFICOS

Tabela 1 - Dados de balanço de pagamentos

BRASIL: BALANÇO DE PAGAMENTO (1967-93)

Ano	TC1				TC2				TC1+TC2	TU	FC	RES	% PIB								
	BC	IMP.	EXP.	T&S	J	A	L&D	IED					Emp LP	Emp CP	Outros	TC1	TC2	RES	FC		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
1967	213	-1441	1654	-270	-57	-184	-444	-73	-701	-758	77	76	530	-8	-203	472	-286	-0.2%	-2.3%	0.9%	1.8%
1968	26	-1855	1881	-328	-302	-144	-484	-84	-712	-1014	22	61	583	0	368	1034	20	-0.9%	-2.1%	-0.1%	3.0%
1969	318	-1993	2311	-367	-49	-182	-493	-84	-756	-805	31	177	1023	178	-55	1354	549	-0.1%	-2.0%	-1.5%	3.8%
1970	232	-2507	2739	-462	-230	-234	-473	-119	-1025	-1255	21	132	1433	77	-30	1633	378	-0.5%	-2.4%	-0.9%	3.9%
1971	-341	-3245	2904	-560	-901	-302	-450	-116	-1205	-2171	14	168	2037	486	-51	2654	483	-1.8%	-2.6%	-1.0%	6.4%
1972	-244	-4235	3991	-730	-974	-359	-512	-161	-1673	-2696	5	318	4299	21	422	5065	2369	-1.7%	-2.9%	-1.3%	8.7%
1973	7	-6192	6199	-1010	-1003	-514	-1673	-198	-2385	-3388	27	910	4495	-197	268	5533	2145	-1.2%	-2.9%	-2.6%	8.8%
1974	-4690	-12641	7951	-1532	-4970	-1498	-2172	-235	-2801	-4043	1	887	6891	444	-146	8097	-946	-5.7%	-2.6%	0.9%	7.4%
1975	-3510	-12210	8670	-1429	-3829	-1810	-2987	-800	-5176	-9005	1	999	7772	3109	-445	7933	-942	-3.8%	-3.0%	0.7%	8.1%
1976	-2255	-12383	10128	-1574	-1479	-2104	-4060	-635	-6419	-8096	1	810	8424	503	-828	8710	612	-0.8%	-3.8%	-0.3%	4.8%
1977	97	-12023	12120	-1576	-1679	-2104	-4060	-635	-6419	-8096	1	810	8424	503	-828	8710	612	-0.7%	-4.8%	-1.9%	8.3%
1978	-1024	-13683	12659	-2280	-3305	-2696	-5324	-1556	-9356	-13860	71	2047	13811	1578	-846	16660	3800	-1.8%	-5.4%	2.1%	8.2%
1979	-2810	-18084	15244	-3735	-4574	-4186	-6385	-1357	-11927	-18501	18	2212	11228	763	-398	13823	-4678	-2.8%	-5.1%	1.8%	8.1%
1980	-2823	-22955	20132	-3841	-4664	-4311	-5010	-721	-12042	-18706	168	1532	10596	2719	-536	14478	-6228	-2.8%	-5.1%	1.8%	8.1%
1981	1202	-22091	23293	-3974	-2772	-9161	-6242	-1111	-14514	-19285	199	2326	12833	1229	-482	13825	-461	-1.1%	-6.4%	0.2%	7.3%
1982	780	-19395	20175	-3729	-4949	-11353	-6952	-1111	-20446	-25395	-8	2547	12515	-64	3991	18981	-6415	-1.8%	-7.5%	2.4%	7.0%
1983	6470	-15429	21899	-3860	-2611	-9555	-6863	-1483	-17871	-23260	108	1359	6708	1069	5119	14363	-498	1.4%	-9.4%	0.5%	7.8%
1984	13090	-13916	27005	-3013	10077	-10203	-6468	-1268	-17939	-27862	171	1549	10401	-1633	3274	13762	5900	5.3%	-9.5%	-3.1%	7.3%
1985	12471	-13168	25639	-3217	9253	-9659	-8491	-1057	-19207	-29954	155	1253	7010	-1396	1718	8739	-3214	4.4%	-9.1%	0.6%	4.1%
1986	8305	-14044	22349	-4368	7287	-8792	-13503	-1380	-22224	-32827	86	186	4223	76	4581	-13706	1.5%	-8.7%	5.3%	1.8%	
1987	11173	-18051	26224	-3886	5271	-9832	-15226	-1539	-33597	-42684	94	2963	14857	188	18122	5438	2.6%	-8.2%	1.4%	4.3%	
1988	19164	-14605	33789	-5271	13913	-9632	-13985	-2383	-46001	-53879	244	656	29612	-707	29805	-5774	2.5%	-11.2%	1.4%	7.2%	
1989	16120	-20661	31414	-5621	8131	-9748	-8665	-1592	-30005	-37873	834	273	3122	222	4456	-10417	1.2%	-4.6%	2.4%	1.0%	
1990	10733	-21041	31620	-4921	8638	-8621	-7830	-445	-17116	-11458	1356	538	2990	1053	6174	-6344	1.5%	-4.5%	1.4%	1.8%	
1991	19579	-30554	35842	-3983	11325	-7323	-8372	-584	-16479	-21548	2056	1283	30434	-1120	32823	27469	3.0%	-4.4%	-7.3%	6.7%	
1992	15308	-30554	35842	-3983	11325	-7323	-8372	-584	-16479	-21548	2056	1283	30434	-1120	32823	27469	3.0%	-4.4%	-7.3%	6.7%	
1993	13117	-25480	38927	-4909	6208	-8453	-9692	-1805	-19920	-19742	1653	3100	13519	-1065	17207	3465	1.4%	-4.6%	-0.8%	8.0%	
1967-73	30	-3067	3077	-502	-274	-631	-1319	-2324	-1727	28	267	2057	80	103	2833	808	-0.9%	-2.5%	-1.3%	4.7%	
1974-80	-2439	-14854	12415	-4720	-6720	-2751	-9980	-704	-7435	-12135	37	1334	8236	1212	-414	11406	-749	-2.9%	-4.0%	0.4%	4.5%
1981-83	2818	-18972	21789	-1703	-10023	-4665	-1568	-18277	-19820	99	2077	11592	745	2876	17369	-2591	-0.5%	-7.8%	1.0%	7.5%	

OBS: BC = balanço comercial; IMP. = importações; EXP. = exportações; T&S = transportes e seguros; J = juros; A = amortizações; L&D = lucros e dividendos; TU = transferências unilaterais; IED = investimento estrangeiro direto; Emp LP = empréstimo (LP = longo prazo e CP = curto prazo); RES = variação de reservas; FC, TC1 e TC2 conforme definidos no texto.

Gráfico 1
BRASIL: Fontes e usos de divisas

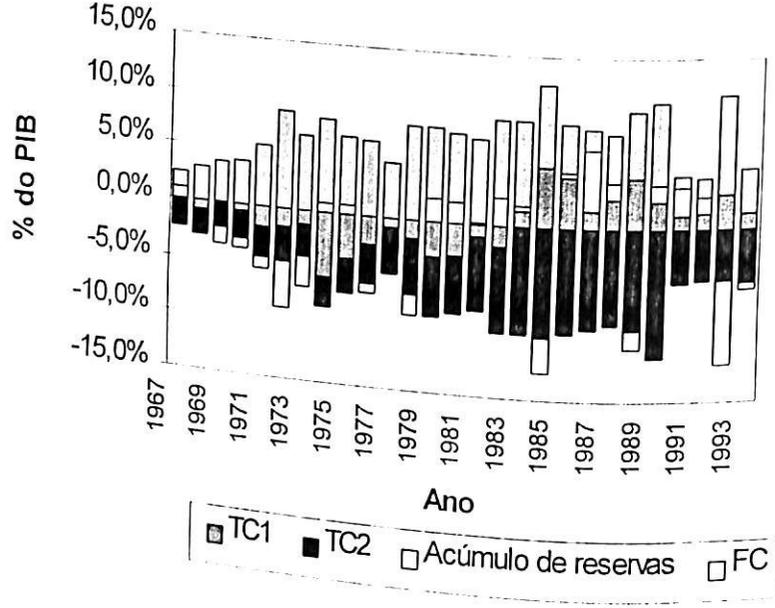


Gráfico 2
Brasil: Acumulo de Reservas Internacionais (1983-1995)

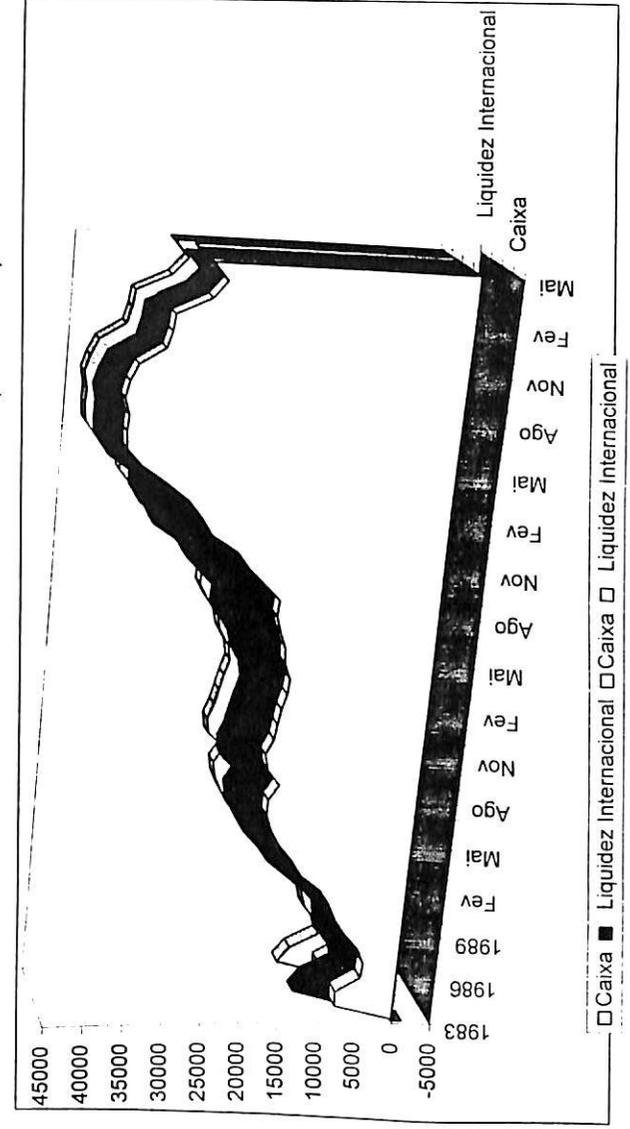


Gráfico 3
Brasil: captação de recursos externos (em US\$ milhões)

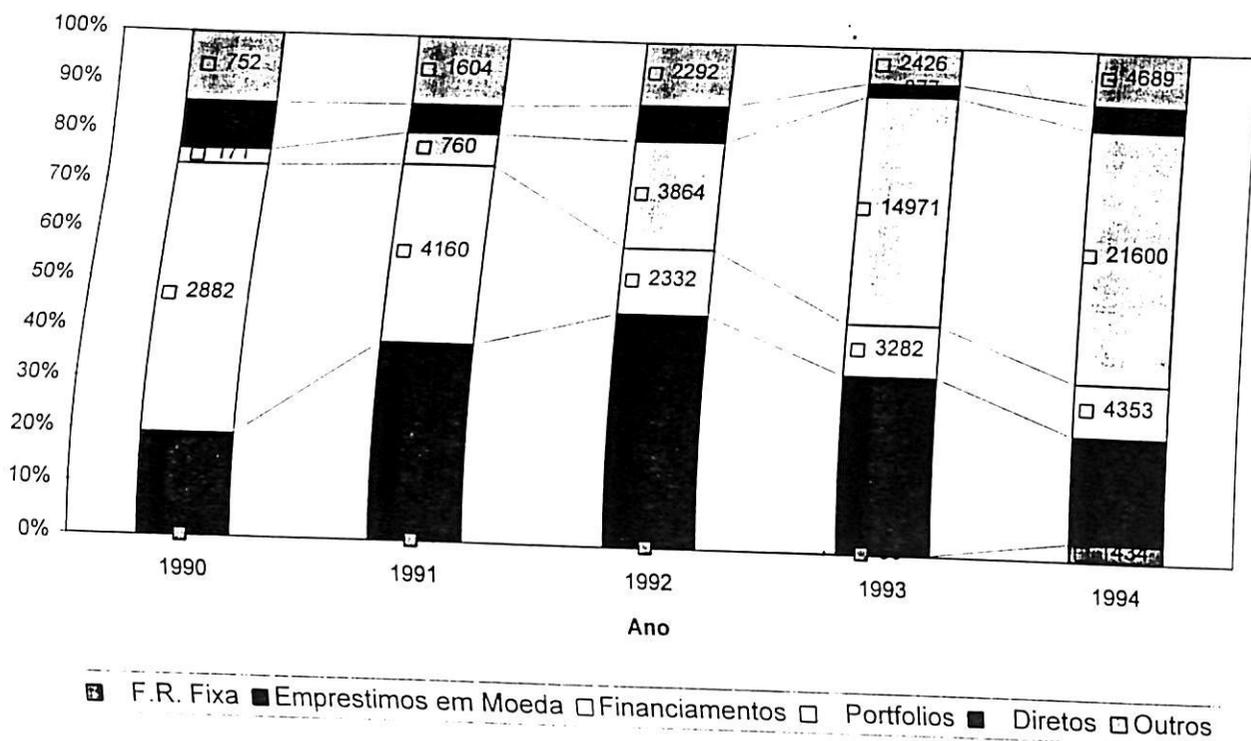


Gráfico 4

Brasil: Principais atores de Expansão da Base Monetária
(Milhões de Reais de Agosto de 1994)

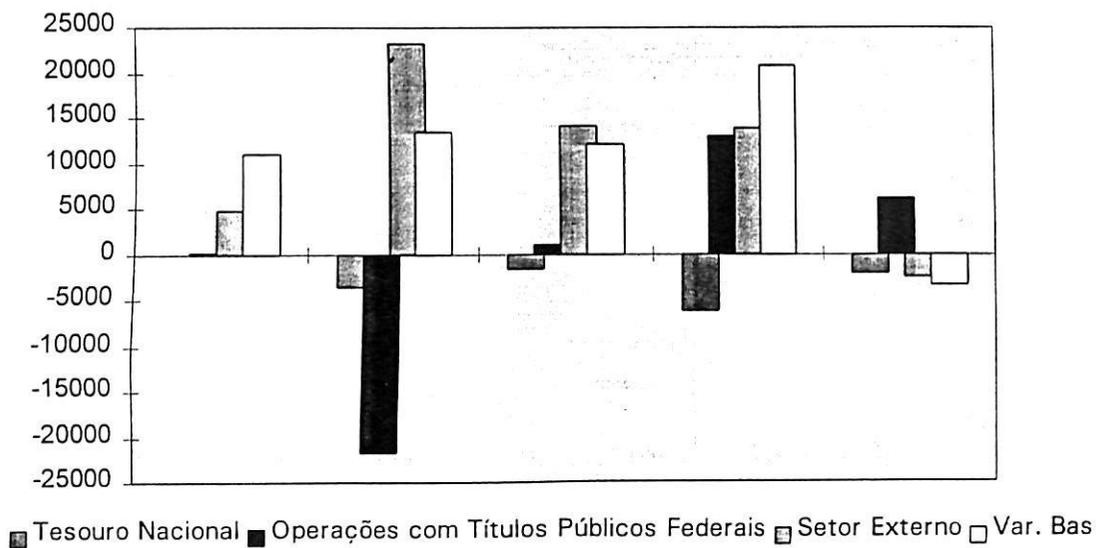


Gráfico 5
Diferencial de Taxas de Juros Mensais Nacionais e Internacionais
(CDI-Over Mensal no Brasil x Prime)

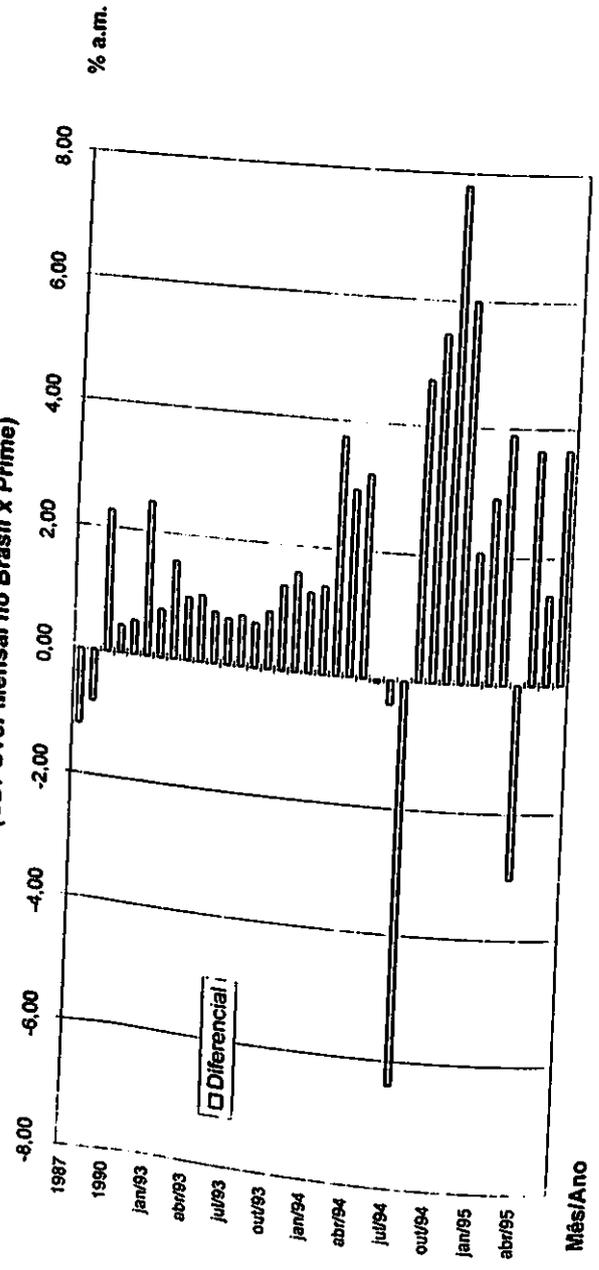
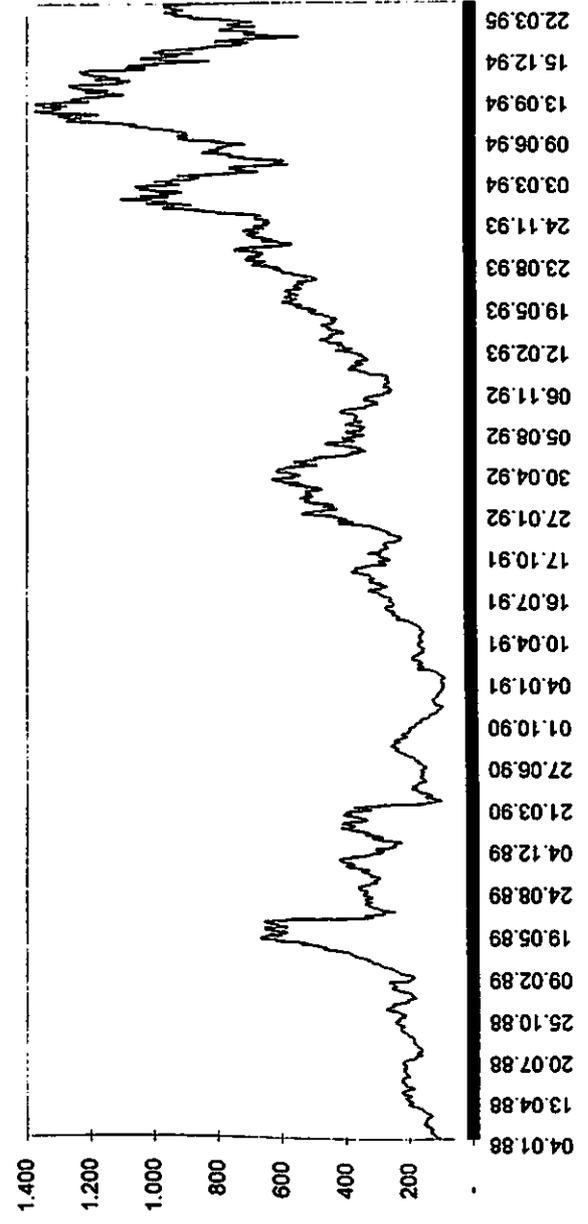


Gráfico 6
Comparação entre Índice DOW (EUA) e IBOVESPA (Brasil -SP)
(Jan 1988 = 100)



ÚLTIMOS TEXTOS PUBLICADOS

353. FAGUNDES, Jorge. As telecomunicações no Brasil: uma agenda para as políticas públicas. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI: 1995 (63 pág.)

352. FIORI, José Luís. Social liberalismo: bússola quebrada de Fernando Henrique Cardoso. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI: 1995 (23 pág.)

351. FIORI, José Luís. Tulipas, moedas e reformas: Três meses do governo FHC. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI: 1995 (30 pág.)

350. HERMANN, Jennifer. Sistema de pagamentos, indogeneidade da moeda e papel do Banco Central. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI: 1995 (39 pág.)

349. SOTOMAYOR, Marilda. Mecanismos de admissão de candidatos à instituições; modelagem e análise à luz da teoria dos jogos. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995 (47 pág.)

348. OLIVEIRA, Adilson de. Innovation and energy conservation: electric motors in Brazil. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995 (44 pág.)

347. POSSAS, Mario Luiz. Política antitruste: enfoque shumpeteriano. Rio de Janeiro: UFRJ / IEI, 1995. (40 pág.)

346. FAGUNDES, Jorge. Poder de compra do Estado e Competitividade; implicações para a política. Rio de Janeiro: UFRJ / IEI, 1995. (46 pág.)

345. VIANNA, Maria Lucia Teixeira Werneck. Trabalho e proteção social: velhos problemas e novas estratégias no contexto brasileiro. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (47 pág.)

344. CARVALHO, Fernando. Keynes's concepts of finance and funding, and the structure of the financial system. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (33 pág.).

343. FIORI, José Luís. A globalização e a "novíssima dependência". Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (30 pág.).

342. PRADO, Luiz Carlos Delorme. A CEPAL e o conceito de regionalismo aberto. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. 21 pág.);

