

S
UFRJ/IE
TD390

ns 207958

UNIVERSIDADE FEDERAL
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

*Estado, mercados e o financiamento
do desenvolvimento*

nº 390

Rogério Studart

Textos para Discussão

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

Estado, mercados e o financiamento do desenvolvimento

nº 390

Rogério Studart*



43 - 016846

Junho de 1997

* Prof. Adjunto do Instituto de Economia da UFRJ. O autor gostaria de agradecer os comentários de Antônio José Alves Jr. a uma versão preliminar a este artigo. O apoio financeiro do CNPq foi essencial à continuidade do projeto de pesquisa que deu origem a este e a outros textos nos últimos dois anos. A responsabilidade pelos erros remanescentes, como usual, é do autor.

Diretor Geral: Prof. Carlos Lessa
 Diretor Adj. de Graduação: Profª. Maria Lúcia Verneck
 Diretor Adj. de Pós-graduação: Prof. Carlos A. de Medeiros
 Diretor Adj. de Pesquisa: Prof. José E. Cassiolato
 Diretor Adj. Administrativo: Prof. Adilson de Oliveira
 Coordenador de Publicações: Prof. David Kupfer
 Projeto gráfico: Ana Lucia Ribeiro
 Editoração: Jorge Amaro
 Geórgia Britto
 Revisão: Janaina Medeiros
 Secretária: Joseane de O. Cunha
 Impressão: Paulo Wilson de Novais
 Olávio da Silva Inacio

adm 210281

UFRJ/CCJE/BIBLIOTECA EUGÊNIO GUDIN

S
 UFRJ/IE
 TD 390

Ficha catalográfica DATA: 2 / 12 / 197

REGISTRO N.º 502584-3
 MS 2079 58

STUDART, Rogério.

Estado, mercados e o financiamento do desenvolvimento.
 / Rogério Studart. -- Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997.

36 p.; 21cm. (Texto para Discussão. IE/UFRJ; n° 390)

1. Desenvolvimento Economico - Financiamento. I. Título.
 II. Série.

SUMÁRIO

Introdução	5
A macroeconomia do financiamento da acumulação	6
Modelos convencionais de intermediação financeira aplicados à Teoria do Desenvolvimento	8
Uma abordagem Keynesiana alternativa	10
Financiamento do desenvolvimento: peculiaridades	15
Os problemas de racionamento de crédito de curto prazo	15
Incompletude dos mercados de capital e os problemas de funding	19
Estado, reforço de mercado e sinalização	21
Conclusão	25
Notas	27
Referências	32
Últimos textos publicados	35

O Programa Editorial do IE/UFRJ (sucessor dos Programas Editoriais do IEI e da FEA/UFRJ), através das séries "TEXTOS PARA DISCUSSÃO", "TEXTOS DIDÁTICOS" e "DOCUMENTOS", publica artigos, ensaios, material de apoio aos cursos de graduação e pós-graduação e resultados de pesquisas produzidos por seu corpo docente.

Essas publicações, assim como mais informações, encontram-se disponíveis na livraria do Instituto de Economia, Av. Pasteur, 250 sala 4 (1º andar)-Praia Vermelha-CEP: 22290-240/C.P. 56028-Telefone: 295-1447, ramal 224; Fax 541-8148, A/c Sra. Joseane de O. Cunha.

INTRODUÇÃO

Recentemente, os economistas voltados a problemas do desenvolvimento renovaram seu interesse pelo papel do Estado no financiamento do desenvolvimento. Do ponto-de-vista analítico, este interesse havia praticamente desaparecido desde que Shaw e McKinnon propuseram em 1973 a tese de que a liberalização financeira, por si só, seria a caixa de Pandora para desenvolver mecanismos privados de financiamento de longo prazo.¹

Contrapondo-se à visão inerente aos modelos Shaw-McKinnon, a literatura Novo-Keynesiana passou a explorar problemas alocativos, nos mercados de crédito e de capitais, gerados por falhas de distribuição de informação.² As conclusões destas análises são importantes: frente a tais falhas de mercado, o Estado poderia ter um papel relevante fomentando setores que acabam por ter créditos racionados e gerando informações adicionais que permitiriam aos agentes alocar mais eficientemente suas poupanças.

Mesmo que tal abordagem apresente sólido argumento a favor do fomento, ela ainda é vulnerável política e analiticamente. Do ponto-de-vista político, a ambigüidade é explicitada por muitos autores conservadores no debate sobre "falhas de mercado versus falhas de Governo".³ Do ponto-de-vista analítico, modelos em que a eficiência dos mercados financeiros é calcada na capacidade de disseminação de informação (*hipótese de mercados eficientes*) eliminam de seu escopo o financiamento de setores com atividades inovadoras – onde não há uma informação passada que permita a formação de expectativas quando a demanda futura – ou com grau significativo de incerteza.

Neste artigo, procuramos mostrar que problemas de racionamento de crédito e alocação de poupanças são inerentes ao funcionamento do sistema financeiros (e não simplesmente falhas), especialmente no contexto do crescimento. Mais ainda, estes problemas se agravam mais ainda numa situação típica de *desenvolvimento*, qual seja: *crescimento econômico com mudanças estruturais*. Portanto, tentaremos mostrar que o mercado e o Estado têm necessariamente papéis complementares: somente o desenvolvimento financeiro dirime alguns das falhas de mercado oriundas (em qualquer circunstância) de assimetrias de informação; enquanto somente políticas governamentais financeiras consistentes podem ultrapassar os problemas de racionamento de crédito (de curto e longo prazo) em situações de *desenvolvimento*. O artigo se organiza em cinco seções. A seção seguinte analisa criticamente a visão convencional sobre os problemas inerentes ao financiamento do financiamento. A seção 3 apresenta uma alternativa, com raízes no conceito de economia monetária da produção de Keynes. Na seção 4, discute-se o papel do Estado e dos mercados a partir da visão alternativa apresentada na seção 2. A seção 3 resume o argumento e apresenta nossas conclusões.

A MACROECONOMIA DO FINANCIAMENTO DA ACUMULAÇÃO

Na discussão sobre os fundamentos da Teoria Monetária em modelos de equilíbrio geral Walrasiano, em especial do modelo Arrow-Debreu-McKenzie, Frank Hahn (1984: 160) nos lembra que:

The main content of the monetary theory of an essential economy is implicit in its construction: there is nothing we can say about the equilibrium of an economy with money which cannot be said about the equilibrium of a non-monetary economy.

O tom pessimista de Hahn procede: se a Moeda não é fundamental na macrodinâmica das economias de mercado, os rumos da política monetária, o papel dos Banco Central e das instituições financeiras de uma forma geral, para citar somente alguns, são objetos pouco relevantes em Teoria, mesmo que na prática se mostrem fundamentais. Por sua vez, se os fenômenos monetários são irrelevantes no longo prazo e a teoria econômica deve concentrar seus esforços na análise dos determinantes de "fenômenos reais".⁴

E isto, obviamente, tem implicações para a teoria financeira contemporânea: em economias onde os fenômenos financeiros são irrelevantes no longo prazo, o financiamento do investimento se resume a um problema de alocação intertemporal de recursos dados de acordo com as preferências dos poupadores e o conjunto de tecnologias de produção existente. E se os poupadores são racionais e maximizadores de utilidade, as duas únicas possibilidades desta alocação ser sub-ótima ocorrem quando os preços de ativos financeiros não desempenham o papel informacional eficiente na intermediação.

Não surpreendentemente, um importante sustentáculo teórico dos modelos financeiros contemporâneos é a chamada hipótese dos mercados competitivos (Lewis, 1992). Esta hipótese implica que, apesar da possível volatilidade (de curto prazo) do preço de ativos financeiros, variam no longo período de acordo com os fundamentos econômicos dos agentes que os emitem.⁵

Em última instância, portanto, *o que torna os mercados de capital competitivos e funcionais ao crescimento é a eficiência dos mecanismos de distribuição de informações*. A consequência na prática para a análise dos problemas de financiamento do desenvolvimento é somente duas razões justificam intervenção nos mecanismos privados de alocação de poupança: (i) se os mercados são incompletos (subdesenvolvidos) e portanto não podem fazer intermediação entre

poupadores e investidores de forma eficiente; (ii) se há falhas informacionais significativas que impeça que os mercados sejam capazes de alocar de forma eficiente a poupança.

MODELOS CONVENCIONAIS DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA APLICADOS À TEORIA DO DESENVOLVIMENTO

Um subproduto da visão convencional descrita, extremamente importante, dada sua influência sobre políticas financeiras em países em desenvolvimento (e mesmo alguns desenvolvidos), são os chamados modelos de liberalização financeira – que misturam uma análise Wickselliana de intermediação com os resultados de longo prazo neo-Walrasianos. Tais modelos têm como origem os livros seminiais de Shaw e McKinnon de 1973.

Estes modelos dividem a visão de Gurley e Shaw (1955 e 1960) de que o subdesenvolvimento financeiro representava um sério impedimento ao desenvolvimento, porém associando o subdesenvolvimento financeiro (incompletude de mercados) à “repressão financeira” prolongada nestas economias.⁶ A partir de Shaw-McKinnon, portanto, a teoria do desenvolvimento econômico passava a tratar os problemas de subdesenvolvimento financeiro e suas conseqüências negativas para o desenvolvimento como questões secundárias, de solução relativamente fácil: liberalização financeira. (veja-se por exemplo Gertler 1988 e Gersovitz, 1988-9)

Recentemente, entretanto, a macroeconomia neo-Keynesiana renovou o interesse pelas diferentes estruturas financeiras e pelo papel do Estado no financiamento do desenvolvimento. Relaxando a hipótese típica de modelos Walrasianos quanto à perfeita distribuição de informações, autores como Stiglitz (em especial), puderam mostrar a existência de problemas de alocação de fundos de longo prazo, tais como racionamento de crédito ou mesmo de fundos

acionários (equity-rationing), gerados por falhas de distribuição de informação. Vittas e Cho resumem tal visão da seguinte forma:

In an ideal world in which economic information is complete and readily available, the financial system is passive. Investors fund the projects that yield the highest returns, and neither governments nor financial institutions need to improve the allocation of credit. In the real world, however, information is highly imperfect and costly to acquire, and the allocation of credit suffers from the unequal distribution of information, the costs of monitoring and verification, and the cost of default or contract enforcement. Under these conditions, credit is not necessarily allocated to its best use (1996: 278).

Frente a tais falhas, o Estado teria um papel “relevante” no fomento, suprindo crédito a setores racionados; sinalizando a intermediários e poupadores sobre setores com boas perspectivas⁷; criando instituições de intermediação de recursos de longo prazo, onde os problemas informacionais tenderiam a se mais graves.

Entretanto, as externalidades positivas da intervenção estatal se contrapõe às possíveis falhas de governo:

Ultimately, however, the advantages depend on the motivation and efficiency of the government involved. Governments do not always “do the right thing”. Government involvement in credit allocation can, and often does, result in rent seeking by borrowers, corruption by bankers and government officials, and crowding out of other worthwhile projects. An important issue in the study of policy-based lending is how governments can prevent rent-seeking behavior from undermining the growth objective of government policies (Vittas e Cho, Op. cit.: 280).

O argumento de que políticas financeiras só dão resultados se forem implementadas de forma adequada vale para

qualquer abordagem. Mas no contexto da abordagem Novo-Keynesiana, a ênfase sobre este fator como o explicativo do sucesso de algumas formas de *financial restraint* (para usar a expressão cunhada por Stiglitz e Uy na análise do caso do Sudeste Asiático, por exemplo) mostra a sua fragilidade. Pois, como muitos autores mais conservadores fazem questão de lembrar, tais conclusões são ambíguas: (i) se o problema é de falhas de distribuição informacional, uma regulamentação mais atenta, com regras de *disclosure* internacionalmente aceitas, e os desenvolvimentos recentes na produção e distribuição de informação (por exemplo, o surgimento de empresas privadas de *rating*), tornam tal intervenção desnecessária; (ii) se existem falhas de mercado, o que garante serem elas inferiores às "falhas de governo"⁸?

A ambigüidade da teoria econômica convencional no que tange ao papel das estruturas financeiras e, em específico, à relação do Estado no financiamento do desenvolvimento se deve, como indicamos, às suas raízes teóricas. Ou seja, se deve, ao nosso ver, à inessencialidade da moeda e, de uma forma geral, dos fenômenos financeiros reais em economias capitalistas em modelos de equilíbrio geral. No que se segue, nós apresentamos uma alternativa, e, acreditamos, mais geral, na qual a moeda e os fenômenos financeiros têm um papel essencial na determinação de fenômenos reais, e onde o papel da instituições financeiras e do Estado no financiamento do desenvolvimento não é ambíguo.

UMA ABORDAGEM KEYNESIANA ALTERNATIVA

Keynes insistiu em diversas passagens na Teoria Geral e em artigos posteriores a ela, que o investimento seria a *causa causans* da determinação da renda e da poupança. A reversão de causalidade no processo de financiamento do investimento na Teoria de Keynes é consequência lógica de seu Princípio de Demanda Efetiva, que estabelece as leis de

funcionamento de uma economia monetária da produção.⁹ Esta reversão, por sua vez, indica uma hierarquia de agentes dentro dos mecanismos de financiamento da formação de capital em economias capitalista: o modelo Keynesiano possui portanto uma "estilização" própria do *processo* de financiamento do investimento, da mesma forma que nos modelos neoclássico há uma estilização do mecanismo de financiamento do investimento (onde o poupador individual é o centro da análise, e o mercado de capitais competitivo é o *locus* estilizado do processo de intermediação de poupança). Na estilização Keynesiana as instituições financeira (especialmente os bancos) tem papel *ativo* e *essencial* na dinâmica do crescimento. Vejamos.

Em economias monetárias, o acesso a moeda é fundamental para aquisição de bens e serviços, para honrar-se compromissos assumidos através de contratos denominados em moeda corrente, e para adquirir outros ativos financeiros.¹⁰ A liquidez, para realizar tais operações, pode ser obtida pela venda de um bem ou serviço, ou pela venda de um título de propriedade (p.ex. ações) e/ou de dívida (p.ex. debêntures). Se a oferta total de liquidez é exógena ao sistema e dada, um aumento da demanda por liquidez por parte de alguns agentes – se não contrarrestada pela redução simétrica por outros – implica na elevação da taxa de juros (ou um redução do preço dos títulos emitidos para captar-se liquidez). A taxa de juros é portanto o prêmio pela perda da liquidez, e não pela abstinência ao consumo – um resultado básico da Teoria da Preferência pela Liquidez (TPL).

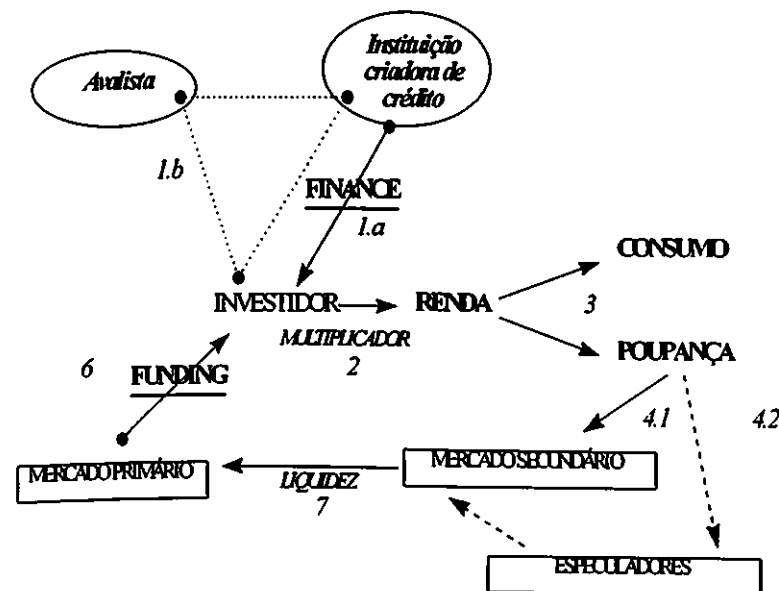
Para este texto, o corolário mais importante da TPL é que a oferta total do fundos emprestáveis para realização do *finance* é principalmente determinada pela oferta e demanda por liquidez. Dado que os bancos, ao contrário de outro intermediários financeiros, são agentes criadores *ex nihilo* de moeda – ou seja, eles podem criar moeda através de uma simples operação contábil –, eles tem um papel fundamental "na transição entre uma escala mais baixa e mais alta de atividade" (1937: 668).

Os bancos são legalmente obrigados a converter *a par* seus depósitos em moeda corrente sob demanda dos depositantes, o que explica porque, mesmo voluntariamente, eles mantenham reservas em moeda corrente (reservas). Dado o estoque de reservas dos bancos comerciais, a criação de depósitos representa uma redução – mesmo que temporária – da relação reservas sobre depósitos, o que amplia a vulnerabilidade financeira dos bancos. Portanto, grande parte da oferta de *financiamento do gastos autônomos* (*finance*, daqui para diante) é determinada pela disposição dos bancos como um todo em expandir esta vulnerabilidade financeira, alargando o hiato entre seus passivos, remunerados ou não, e seus ativos (empréstimos). A isto denominamos preferência pela liquidez do sistema bancário.¹¹

Se os investimentos tivessem prazos curtos de maturação (um período de produção por exemplo), talvez o financiamento da formação de capital pudesse ser resolvido facilmente: supondo-se um perfeito casamento do volume de investimentos com as preferências de maturidades de aplicação de poupanças, na medida em que aumentasse a capacidade produtiva das empresas e que estas aumentassem suas receitas advindas da expansão da oferta de seus bens, as empresas inversoras poderiam repagar suas dívidas. Mas como os investimentos em geral têm horizontes de realização largos, a existência de mecanismos de transformação de passivos (de curto para longo prazo) pode ser essencial manter as condições de endividamento das empresas investidoras – e para delimitar sua vulnerabilidade financeira a possíveis mudanças das taxas de juros de curto prazo. Ao mecanismo de transformação nas estruturas de passivo denominamos *funding*.

Do ponto-de-vista lógico, o *funding* é, portanto, posterior a realização do *finance*. Isto porque são as condições de crédito que restringem a realização de projetos de investimento. E é o investimento que dá início ao processo multiplicador que gera renda e poupança agregadas superior

res, que serão alocadas no processo de *funding*. Esquemáticamente, poderíamos entender a Macroeconomia Keynesiana do Financiamento da Acumulação (MKFA) como se segue.



Fonte: Sudart, 1995.

Figura 1 - A macroeconomia Keynesiana do financiamento do investimento

Como o esquema indica, independentemente da estrutura financeira específica, as instituições criadoras de moeda, os agentes provedores de *finance* (seta 1.a) são centrais para a realização de gastos autônomos, em especial na pas-

sagem de um nível a outro de atividades. Uma vez realizado o investimento, inicia-se o processo multiplicador da renda (seta 2), que cria uma poupança adicional exatamente igual ao investimento adicional realizado (setas 3.1). Por sua vez, os especuladores e os mercados organizados de títulos e valores (tipicamente as Bolsas de Valores), representavam o arranjo institucional onde, em funcionando adequadamente, o *funding* é realizado.

Para diferentes estruturas financeiras poderemos imaginar distintos arranjos institucionais que permitem um eficiente processo de *finance-funding*. Por exemplo, se utilizamos o modelo norte-americano (anteriormente ao processo de desregulamentação dos anos 90), enquanto os bancos comerciais são tipicamente os agentes criadores de moeda. Os bancos de investimento, por sua vez, desempenham o papel de *avalista* no processo de *finance* (triângulo pontilhado, item 1.b), mantendo títulos (ações e debêntures) da empresas financiadas em carteira, e realizando o *underwriting* da colocação deste mesmo títulos quando as condições nos mercados organizados de títulos mercado forem favoráveis¹².

A menção de uma estrutura financeira específica serve para reforçar a idéia de que há arranjos institucionais distintos no processo macroeconômico de financiamento da acumulação, não havendo porque se imaginar que um arranjo seja mais eficiente que outro¹³. Zysman (1983), por exemplo, mostra tão distintos quanto, por exemplo, o dos Estados Unidos (sistemas com base em mercados de capitais) e da França (sistemas com base em crédito), foram funcionais ao financiamento do investimento. Outros exemplos mais contemporâneos, como o caso Coreano serão sucintamente discutidos mais abaixo.

FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO: PECULIARIDADES

Além dos problemas gerados por assimetrias de informação presentes em economias estacionárias e em crescimento, os limites do financiamento privado do desenvolvimento podem ser entendidos levando em consideração três aspectos interrelacionados do processo:

economias em rápido crescimento, com base na acumulação de capital, tendem a sofrer de problemas de racionamento de crédito bancário e/ou expansão da vulnerabilidade financeira inerentes ao funcionamento da firma bancária em ambientes incertos;

(1) na maioria dos países em desenvolvimento os mercados organizados de títulos (especialmente os de longo prazo) inexistem ou são pouco desenvolvidos, e portanto seus sistemas financeiros são dominados por instituições de crédito;

(2) o desenvolvimento é em geral um processo caracterizado por alto grau de incerteza, envolvendo introdução de novos setores, tecnologias e processos de produção. Estes três itens serão discutidos a seguir.

Os PROBLEMAS DE RACIONAMENTO DE CRÉDITO DE CURTO PRAZO

Os modelos Novo-Keynesianos concluem que "assimetrias de informações podem introduzir ineficiências nos mercados financeiros que podem ter efeitos reais *quantitativos* significativos" (Gertler, 1988: 560; meus itálicos). Dois problemas básicos oriundos de informação assimétrica são ressaltados por estes modelos: seleção adversa e *risco moral* (*moral hazard* em Inglês). O conceito de seleção adversa é, sob nosso ponto de vista, o mais relevante para entender o racionamento de crédito, como veremos.

A assimetria de informações determina que os emprestadores (diretos ou intermediários) têm dificuldades em discernir entre bons projetos (e.g. projetos de investimento rentáveis e com baixo risco de inadimplência) e maus projetos. Devido à falta de informação, a solução racional do emprestador é impor taxas de juros mais elevadas do que seria a taxa de juros de equilíbrio no mercado de capital, o que implica o racionamento de crédito para empresas com taxas de rentabilidade baixa, porém com baixo risco. Além de gerar um problema de distorção alocativa, a seleção adversa – um típico do “problema dos limões”, tal como colocado por Akerlof (1970) – também resulta, como demonstraram Stiglitz e Weiss (1980) em racionamento de crédito.

Este modelo de racionamento de crédito teoricamente é aplicável tanto a situações estacionárias quanto no crescimento: o problema aqui são as falhas informacionais inerentes ao processo de intermediação financeira. Entretanto, o racionamento de crédito, tanto de curto quanto de longo prazo, pode ocorrer em outras circunstâncias, mais específicas ao financiamento do crescimento com mudanças estruturais. É o que passamos a ver daqui para diante.

Como Davidson já procurou mostrar em diversas ocasiões (veja-se por exemplo, 1994: cap. 8) é um equívoco imaginar-se a demanda transacional por moeda keynesiana como um função da renda corrente (Y). A teoria pela preferência pela liquidez estabelece que esta seja uma função, como já foi dito acima, dos gastos antecipados (motivo transação) e das expectativas sobre preços futuros viz-à-viz preços correntes de ativos (motivo especulação). Ou seja, a demanda por moeda deve ser definida como:

$$L_t = \alpha.C + \beta.I + \varepsilon.G$$

$$C = a_1 + b_1.Y$$

$$I = a_2 - b_2.i, \text{ logo}$$

$$L_t = \zeta + a.b_1.Y$$

onde a_1, b_1, a_2 e b_2 são conhecidos parâmetros do modelo; $\zeta = \alpha.(a_1) + \beta.(a_2 - b_2.i) + \varepsilon.G$; e C, I e G são, respectivamente, consumo, investimento e gastos planejados do governo.

Em economias com sistemas bancários desenvolvidos, a grande maioria da oferta de moeda advém da criação de depósitos à vista, como subproduto da concessão de crédito. O crescimento em economia monetárias pressupõe, portanto, que o aumento da demanda por moeda por motivo-financeira seja acomodada pela disponibilidade do sistema bancário em expandir empréstimos.

Se a demanda adicional por liquidez for saciada por aumentos líquidos de créditos bancários, isto representa que, para o sistema bancário como um todo, a relação reservas/depósitos ($\delta = R/D$) vai se reduzir. O **negrito sobre líquidos** tem uma conotação especial em nossa análise: em qualquer momento do tempo, empréstimos são liquidados enquanto outros são gerados pelos bancos comerciais. Numa situação estacionária, é de se esperar que as receitas adicionais geradas por aumento dos empréstimos serão utilizadas para o pagamento de dívida passado – o que implica que d se manterá estável em torno de uma média. No crescimento, isto é, com a expansão dos gastos planejados, uma parte significativa das empresas estará aumentando sua demanda por liquidez, sem que qualquer liquidez seja criada em outra parte do sistema.¹⁴ Para fazer face a este crescimento da demanda transacional, os bancos devem estar preparados para *criar* depósitos (ou seja, aumentos líquidos de créditos bancários) ou dispor de reservas de ativos líquidos (reservas voluntárias).

Bancos, como quaisquer outros agentes, tem preferência pela liquidez, que nada mais é do que a disponibilidade destes em expandir sua vulnerabilidade financeira, na forma anteriormente descrita.¹⁵ Isto implica que, em condições normais, bancos mantêm reservas voluntárias (R_v)¹⁶ – na forma

de moedas ou outros ativos de alta liquidez - além de reservas compulsórias (Rc). A percepção da vulnerabilidade financeira pode ser entendida como uma função Ψ da expectativa de variação (i) da relação d e (ii) da qualidade do crédito (ou o nível esperado de inadimplência - u), na medida em que se expande a oferta de empréstimos:

$$\Psi = f(L_s, e, u), \partial\Psi / \partial L_s > 0, \partial\Psi / \partial e < 0, \partial u / \partial e < 0$$

$$e = E(d\delta/dL^s)$$

$$u = E(dIn/dL^s)$$

onde L_s e In representam, respectivamente, a oferta de empréstimos e o índice de inadimplência.

Ou seja, Ψ denomina a expectativa da firma bancária sobre a expansão de sua *vulnerabilidade financeira* na decisão de expansão de empréstimos. Em outra ocasião (Studart, 1995) apresentamos um modelo da firma bancária em que uma expansão acelerada de L_s gera problemas de racionamento de crédito de curto prazo na medida em que Ψ se aproxima de Ψ_n . Supondo-se que as expectativas dão de que não haja um aumento de inadimplência na expansão de crédito ($u = 0$). Isto é graficamente descrito como se segue:

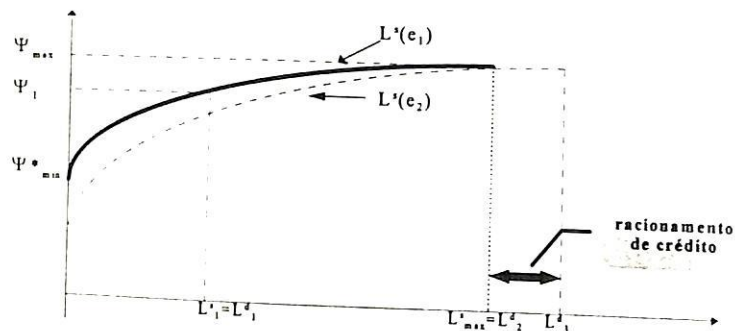


Figura 2 - Racionamento de crédito em um modelo onde bancos possuem preferência pela liquidez

Note que (i) na medida em que Ψ se aproxima de Ψ_{max} - o valor máximo de vulnerabilidade aceitável pela firma bancária, a elasticidade da oferta de empréstimos se reduz; (ii) L^s se desloca para baixa (de L^s_1 para L^s_2 , por exemplo) quando as expectativas (e) dos bancos se modificam. Um crescimento dos gastos planejados que levem portanto a uma demanda por empréstimos para além L^s_{max} , o que implica em racionamento do crédito ($L^s_3 - L^s_{max}$).

Como Ψ também embute a inadimplência esperada da carteira de empréstimos, é natural que se espere que na medida em que Ψ se aproxima de Ψ_n , o crédito bancário se torne cada vez mais seletivo, em detrimento das empresas com maior risco de inadimplência. Neste caso, o racionamento se deve à uma seleção mais criteriosa dos riscos de empréstimos, o que tende a favorecer empresas já consolidadas em com colaterais mais elevados. Isto, por sua vez, pode implicar a exclusão de empresas novos e/ou pequenas, e/ou projetos de investimento com retornos excessivamente longo e/ou incertos.¹⁷

INCOMPLETUDE DOS MERCADOS DE CAPITAL E OS PROBLEMAS DE FUNDING

Se o crédito de curto prazo pode ser racionado no períodos de crescimento, em proporção à taxa de crescimento dos gastos planejados, os problemas de financiamento de longo prazo podem ser ainda mais graves. Como Davidson (1986) denotou, numa economia em que a propensão marginal a manter "poupanças" na forma de ativos de longo prazo (h) das unidades familiares fosse igual a 1 (o que implica uma demanda especulativa por moeda igual a zero), ao final do processo multiplicador as empresas investidoras não teriam problemas em emitir ativos de longo e repagar suas dívidas junto aos bancos comerciais - realizando assim o funding.

Ocorre porém que somente uma pequena parcela da riqueza das famílias – devido à preferência por moeda enquanto ativo – é mantida em títulos primários de longo prazo (logo, $h < 1$) e, portanto, o problema do *funding* não é elementar¹⁸: mesmo quando existam mercados de capitais desenvolvidos, a existência de poupanças em volume suficiente para financiar o investimento não implica que fundos de longo prazo não possam ser racionados. Isto é um dos fatores que justificam a existência de instituições financeiras que, através da administração de passivo, assumem o risco da transformação de fundos de menor prazo em financiamentos de longo prazo – como tipicamente é o caso dos bancos de investimento.

Na medida em que h também é uma função da preferência pela liquidez (dos poupadores finais), em economias com mercados de títulos de longo prazo pouco desenvolvidos, h será *significativamente* menor que 1 – o que dificulta o desenvolvimento espontâneo de instituições como o bancos de investimento na sua forma clássica – por exemplo, na forma do banco de investimento americano descrita por Davidson (1986).

Logo, a inexistência de mecanismos apropriados de *funding* pode ter três consequências desestabilizadoras do processo de desenvolvimento. Primeiramente, uma tendência a um curto prazismo, com consequências imediatas sobre as estratégias de alocação de riqueza financeira por parte dos poupadores e sobre a maturidade média dos investimentos das empresas. Em segundo lugar, na insuficiência de mecanismos de financiamento de longo prazo, uma parte significativa das firmas recorrem ao “auto-funding”, onde variações de mark-up e preços são fundamentais nas estratégias de financiamento da acumulação (Studart, 1995).¹⁹ Por fim, o aumento do investimento tenderá a gerar pressões sobre o mercado de crédito de curto prazo, fazendo que Ψ se aproxime de Ψ_n muito rapidamente - acirrando o problema de racionamento de crédito da forma analisada na seção ante-

rior e o nível de fragilidade financeira do sistema bancário e dos agentes endividados.

ESTADO, REFORÇO DE MERCADO E SINALIZAÇÃO

Como já mencionamos acima, o desenvolvimento é aqui caracterizado por uma associação de crescimento e mudança estrutural. Portanto, ele envolve, não raro, a introdução de uma nova tecnologia ou organização de produção por empresas inovadoras, ou inserção num setor onde os custos de aprendizado e economias de escala podem representar barreiras a entrada. Nestas situações, o grau de incerteza sobre o futuro e, portanto, o risco do investimento são elevados, mas se reduzem na medida em que as *indústria* infantis amadurecem.²⁰

A lógica macroeconômica do argumento acima é que os problemas informacionais se modificam substancialmente na passagem de uma economia estacionária para uma economia com crescimento com mudanças estruturais. Se nossa hipótese for válida, o problema de financiamento em economias em desenvolvimento não se resume à *distribuição falha* de informação sobre diversos projetos existentes com a rentabilidade conhecida, mas sim à *incerteza* sobre o próprio sucesso da introdução de um novo padrão produtivo e/ou a busca de novos mercados, e suas consequências para o setor e para a macroeconomia. Isto é o que indica a tabela a seguir:

Tabela 1

Problemas informacionais em estado estacionário e no crescimento com mudanças estruturais

	Estado Estacionário	Crescimento Com Mudanças Estruturais
Tipos de demanda por financiamentos:	Tipo I: Empresas e setores estabelecidos com investimento marginais	Tipo I Tipo II: Criação de novas empresas, setores; entrada em setores com barreiras a entrada determinadas por custos de aprendizagem e economias de escala; ou entrada em novos mercados
Problemas informacionais	Tipo I: problemas de distribuição de informações (assimetria de informações etc.)	Tipo I Tipo II: as informações do passado não são guias adequados para projeções sobre performance futuras de empresas investidoras
Falhas possíveis de intermediação	Tipo I: Problemas de monitoramento, seleção e empréstimo; incompletude ou inexistência de mercados; competição imperfeita;	Tipo I Tipo II: racionamento de crédito gerado por crescimento acelerado da vulnerabilidade financeira dos bancos comerciais Tipo III: Inexistência de instituições financiadoras de empreendimentos com pouco acesso ao sistema de crédito e a mercados de títulos organizados

Não por coincidência, nos países em desenvolvimento, as instituições de fomento surgem, especialmente, como instrumentos de implementação de estratégias de desenvolvimento, e secundariamente como respostas a falhas informacionais de mercados. O seu papel portanto não pode ser compreendido como o de simples intermediário entre poupadores, outros intermediários financeiros e investidores: as *instituições financeiras de desenvolvimento* (IFD) muitas vezes possibilitam o nascimento de novos setores e mercados, e logo as informações requeridas para que ativos financeiros sejam criados e negociados nos mercados privados de fundos emprestáveis.

Neste tipo de abordagem, quanto menos desenvolvidos os setores e mercados, maior é o papel do Estado. Isto significa que as políticas de financiamento do desenvolvimento devem ser seletivas e ter tempo útil delimitado. A persistência de políticas setoriais para além da maturação

dos mercados tende a gerar uma acomodação à tutela do Estado, reduzindo o caráter empresarial (e inovador) do setor protegido, transformando a atividade produtiva em secundária frente à atividade cartorial.

O papel do Estado e do mercado no processo de financiamento do investimento do desenvolvimento devem, ao nosso ver, ser compreendidas dentro deste contexto. Ou seja, as IFD surgem, portanto, como instrumentos de implementação de estratégias de desenvolvimento, direcionando fundos de longo prazo para setores estratégicos, criando oportunidades de investimento não só dentro dos setores escolhidos, como para os setores a eles ligados através do que se convencionou chamar forward e backward linkages.²¹ O seu papel portanto não pode ser compreendido como o de simples intermediários entre poupadores, outros intermediários financeiros e investidores: as IFD *criam* setores e mercados, logo as informações que possibilitam o estabelecimento e desenvolvimento de setores.

Os mercados devem ser eficientes na disseminação de informações existentes, mas seria demais esperar eficiência no caso de informações incompletas ou inexistentes. Uma vez desenvolvidos os setores, com rentabilidade e qualidade conhecidas, estas informações podem ser analisadas e difundidas pelo sistema, tornando os títulos de empresas emergentes em artigos passíveis de negociação de mercados de crédito e títulos privados (ver Studart, 1997).

O caso de alguns países do Sudeste Asiático – como por exemplo a Coreia – é elucidativo sobre a complementaridade das políticas financeiras e do desenvolvimento financeiro privado no processo de desenvolvimento. A trajetória de desenvolvimento recente deste país pode se resumir num crescimento rápido associado com um constante *up-grading* tecnológico voltado para o aumento da competitividade de alguns setores para inserção em mercados internacionais. O processo de *up-grading* implicou no

desenvolvimento sobreposto de setores tradicionais (por exemplo, o setor têxtil), altamente intensivos em mão de obra pouco qualificada, de setores mais intensivos em tecnologia de ponta e mão-de-obra qualificada (e.g. setor automobilístico, micro-eletrônico e computadores).²²

Dado o caráter inovador dos investimentos realizados, não é surpreendente que a Coréia seja, dentre os países em desenvolvimento, o que possui o maior número de instituições financeiras de desenvolvimento: possui duas grandes IFD (o *Korean Development Bank* e a *Korea Development Technology Corporation*), além de dezenas de bancos especiais de financiamento voltados para setores e atividades específicas.²³ A intervenção governamental no setor financeiro não parou por aí: dada a solidez do equilíbrio fiscal nestes países, a capacidade de manutenção de taxas reais de juros relativamente baixas e o efetivo controle dos *spreads* de intermediação, a estratégia de desenvolvimento Coreana pode se dar dentro de condições financeiras relativamente estáveis. Mesmo após a desregulamentação gradual do sistema financeiro²⁴, os controles governamentais sobre oferta e condições de financiamento de longo prazo fariam a América Latina até os anos 80 parecer um paraíso de liberdade financeira.

Dada a magnitude dos fundos públicos para o financiamento do investimento, é difícil imaginar que as taxas de investimento, não raro superiores a 30% do PIB Coreano, poderiam se dar sem tais arranjos institucionais voltados para garantir financiamentos para setores emergentes. O fato é que o Governo Coreano utilizou-se do poder de influência de suas IFD para criar condições apropriadas para o financiamento do rápido *take-off* de setores que dificilmente se desenvolveriam sem tal apoio.

Mas qual o limite do papel do Estado dentro da análise desenvolvida até o momento? Deve ter ficado claro ao leitor que, uma vez criados estes setores, e garantida sua rentabilidade,

a atratividade de seus títulos para o mercado privado de capitais abre possibilidades de *finance* e *funding* independentemente de fundos públicos.

Assim, por exemplo, em alguns países em desenvolvimento a expansão recente dos mercados acionários, motivados especialmente pelo aumento dos investimentos estrangeiros, foi acompanhada pelo aumento significativo de empresas listadas e de emissão de novas ações e outros títulos de longo prazo.²⁵ Por outro lado, esta experiência indica oportunidades (e desafios) criados pelos desenvolvimentos recentes dos mercados financeiros nacionais e internacionais²⁶ na complementação ao papel das IFD, principalmente no que tange a novas formas de captação de recursos e de Funding.²⁷

*Ou seja, dentro da abordagem aqui apresentada, que tem no princípio da não-ergodicidade um dos principais pilares, o Estado não é exterior ao processo de desenvolvimento na medida em que as políticas financeiras (entre outras) contribuem na criação de um caminho para o desenvolvimento, ou seja, no estabelecimento do que Stiglitz e Uy (1996) chamaram de *visão*. Um projeto de desenvolvimento *cria novas situações*, novos ambientes micro e macroeconômicos, possibilitando aos agentes se organizarem e planejarem seu futuro a partir de seus comportamentos maximizadores – uma função que Aoki, Murdock e Okuno-Fukiwara (1995) denominaram *market-enhancement*.*

CONCLUSÃO

Três são os problemas do financiamento do desenvolvimento, se tomamos consideramos a abordagem keynesiana:

(i.a) como autores, como Stiglitz, já demonstraram, assimetrias de informação inerentes ao processo de

intermediação financeira podem gerar situações de racionamento de crédito e de alocação de poupanças (seleção adversa), tanto em economias estacionárias, quanto em economias em crescimento;

(i.b) estas falhas informacionais são ampliadas em economias onde inexistem mercados organizados de títulos privados;

(ii.a) aos problemas informacionais citados no itens i, se soma a tendência ao racionamento de crédito e seleção adversa por razões inerentes ao funcionamento da firma bancária em situações de expansão da vulnerabilidade financeira e incerteza. Ou seja, o problema não advém de *falhas de mercado*, mais são sim inerentes ao funcionamento da firma bancária em ambientes inergódicos;

(ii.b) inexistindo mercados organizados de títulos de longo prazo privados (ou mecanismos alternativos de *funding*), o crescimento (associado a uma expansão de gastos planejados em bens de capital com maturação elevada) implica um rápido aumento do grau de endividamento bancário e por parte das empresas, e conseqüentemente da vulnerabilidade financeira de emprestadores e prestamistas. Neste contexto, o curto prazismo das operações financeiras de intermediários e empresas passa a predominar, gerando situações de fragilidade financeira, que podem se desenvolver para situações de instabilidade financeira.

Não só a teoria como a prática (por exemplo no caso da Coréia do Sul) demonstram que o Estado e o mercado têm papéis complementares na criação de fontes sólidas de financiamento de longo prazo. Por exemplo, enquanto a política financeira do Governo Coreano sempre buscou manter a estabilidade de taxas de juros a níveis relativamente baixos (mesmo que reais), duas IFD extremamente fortes e bem articuladas com os setores industriais dão o tom da estratégia de longo prazo do Governo, criando as oportunidades de investimento para o setor privado. No caso da

América Latina, a questão é preocupante: não só na maioria dos países a estratégia de desenvolvimento não está claramente definida (com a exceção do Chile, obviamente), como as IFD estão sendo dilapidadas em função de uma crença na capacidade dos mercados privados em suplantarem seus papéis tradicionais, sem que os mercados de capitais privados se apresentem com alternativas.²⁸

Por outro lado, políticas financeiras voltadas à estabilidade dos mercados de crédito e títulos (manutenção de taxas de juros baixas e estáveis e intervenção no mercado para evitar bolhas especulativas) – ou *financial restraint*, para utilizar a expressão de Stiglitz e Uy (1996) – podem evitar que a fragilidade financeira inerente ao processo de desenvolvimento se desenvolva no sentido de *instabilidade financeira*, que tem efeitos disruptivos do processo de crescimento, e mesmo do desenvolvimento dos mercados financeiros.

NOTAS

1 Uma análise crítica assim como uma bibliografia básica sobre os modelos de liberalização financeira é apresentada em Studart (1993).

2 Textos representativos desta nova visão são J.E. Stiglitz (1994) e Stiglitz e Uy (1996).

3 Este tipo de crítica é exemplificada pelos comentários ao texto de Stiglitz (1994) nos *Proceedings* da Reunião Anual do Banco Mundial em 1993. Abaixo discutimos brevemente a tese de Stiglitz (sobre o papel do Estado no financiamento do desenvolvimento) e seus críticos.

4 É o que nos lembra Gale, no seu seminal livro *Money in Equilibrium*: "The final omission that must be explained is the almost total neglect of banks and banking. This is partly explained by the fact that many of the functions of the banking world do not make sense in general equilibrium models of the sort studied in this book [EGW]. For example, borrowing and lending scarcely

requires intermediation in a world in which markets are perfect, expectations are rational, and uncertainty is represented by states of nature (Gale, 1994: 6)

5 Para uma análise da hipótese de mercados eficientes e suas consequências analíticas, ver Andersen (1983-84).

6 Como já discutimos em outras ocasiões (Stuart, 1995 e 1996), estes modelos, voltados para análise de problemas de financiamento em economias em desenvolvimento, propõem basicamente que o motivo do "subdesenvolvimento financeiro" (aqui definido por baixo aprofundamento financeiro), se deve exclusivamente a políticas equivocadas de repressão de taxas de juros e políticas de crédito seletivo. Intervenções do Governo no funcionamento dos mercados financeiros criam ruídos desnecessários, enquanto as IFD representam, neste contexto, anomalias criadas por Governos que desconhecem os determinantes de longo prazo dos recursos voltados para o financiamento do desenvolvimento.

7 Na análise da experiência do Sudeste Asiático, Stiglitz e Uy também apresentam dois papéis suplementares do Estado no financiamento do desenvolvimento: o do estímulo à poupança, basicamente através de criação de instituições de poupança de longo prazo e manutenção de taxas de remuneração destas poupanças minimamente positivas; e incentivo no desenvolvimento de instituições financeiras privadas.

8 Este é o tom do comentário de Jamarillo-Vallejo (1994: 53), subsequente ao texto de Stiglitz (1994) nos Proceedings da Reunião Anual do Banco Mundial, permeia muitas das críticas correntes às IFD: "In his paper Stiglitz is asking us to assume that governments all over the world - especially developing countries - are wise, fair and efficient enough to carry out the kind of "perfect" intrusive intervention suggested by him. It is as if the world of the second best had just been discovered and we had not learned from the experience with the different forms of government intervention that we have seen in this century".

9 Para uma análise dos fundamentos do pós-Keynesianismo, ver Carvalho (1992: parte I).

10 Neste sentido, agentes têm preferência pela liquidez seja porque esperam realizar pagamentos (motivo transação), seja porque querem se precaver frente a necessidades momentâneas de moeda (motivo precaução) ou seja porque esperam que, ao reter moeda,

possam obter ganhos de capital adquirindo ativos com valores inferiores aos preços correntes (motivo especulação). Isto é, em economias monetárias, os agentes têm preferência pela liquidez por *motivos distintos* (um dos quais é o motivo *finance* citado acima), expresso pela sua desejo de tornar-se menos ou mais *vulneráveis* frente a necessidades futuras de liquidez.

11 O fato dos bancos serem entendidos como agentes com preferência pela liquidez terão consequências teóricas importantes para o modelo Keynesiano de financiamento da acumulação, como veremos mais adiante.

12 Note que, do ponto de vista macroeconômico, a poupança adicional gerada pelo processo multiplicador expande a liquidez dos mercados organizados proporcionando as condições de mercado para colocação destes títulos. Mais sobre isto abaixo.

13 Uma vez definida esta *hierarquia* no processo macroeconômico de financiamento do investimento é que podemos, de um ponto-de-vista Pós-Keynesiano, avaliar a eficiência de uma determinada estrutura financeira (Stuart, 1995b). Neste contexto teórico, os problemas informacionais, tão preciosos à análise Novo-Keynesiano, são importantes para a avaliação dos mecanismos de *funding* no processo de financiamento do desenvolvimento.

14 Esta questão é facilmente compreendida utilizando-se a equação de lucros Kaleckiana, $P = Cw + I$, onde o Cw é o consumo dos capitalistas e I , o investimento. Num modelo multisetorial, um crescimento do Investimento de algumas setores representará o crescimento do lucro em outros. Este lucro, por sua vez, será utilizado no repagamento de dívidas pendentes (referentes a créditos comerciais ou investimentos passados), caso os setores com lucros adicionais mantenham seu nível de atividades, ou como expansão de capital de giro, no caso de expansão do nível de atividades.

15 A relação Ψ será, portanto, uma *proxy*, mesmo que imperfeita, da vulnerabilidade dos bancos.

16 As reservas voluntárias dos bancos têm lógica similar à demanda precaucional por moeda de qualquer outro agente. A diferença é que no caso do banco, estas são mantidas para fazer face a aumentos líquidos inesperados de demanda por crédito/depósitos.

17 Neste caso, por exemplo, as empresas inovadoras - ou seja, aquelas que introduzem novos produtos, se inserem em novos mercados (internos e externos) e/ou introduzem novas formas de

produção - e as pequenas e médias empresas tendem a ser discriminadas. De fato, os bancos comerciais, nestas condições, têm preferência por empresas estabelecidas, em mercados conhecidos e com história de relações com o banco (ou outros bancos) e com suficientes colaterais (Cf. Dosi, 1990), como discutiremos mais abaixo.

18 Daí surge, portanto, o papel dos especuladores e dos mercados organizados de títulos, qual seja, a de dar liquidez a títulos que, por serem ilíquidos para a sociedade como um todo, teriam pouca

19 Nestas circunstâncias, quando os gastos planejados estão aumentando, característica de uma economia de crescimento, a única forma de tal acontecimento é se as empresas inversoras conseguem expandir o seu *mark-up* no período de crescimento. Este mecanismo de *self-funding* foi muito comum, por exemplo, no Brasil nos anos 50, 60 e 70 (veja-se Studart, 1995) e em algumas economias do Sudeste Asiático (veja-se Gore e Akyuz, 1994).

20 Para uma análise moderna do conceito de *indústria infante* e sua utilização como justificativa de políticas industriais no desenvolvimento, ver-se Moreira (1995), cap. 1 a 4.

21 Crescentemente esta é a conclusão a que convergem autores tão variados quanto o Amsdem e Euh (1990), Banco Mundial (1994) e Stiglitz e Uy (1996) a respeito do sucesso do modelo do Sudeste Asiático; qual seja: um Estado desenvolvimentista deve essencialmente voltar suas políticas para a determinação de um projeto de desenvolvimento e a consolidação de setores dentro deste projeto.

22 Para uma análise sucinta e precisa sobre a estratégia de desenvolvimento recente da República da Coreia (e outras economias de rápido crescimento na Ásia) ver UNCTAD (1996, parte 2, caps. 1 e 2) e Moreira (1995).

23 Os dados sobre o papel de tais instituições no crédito total do sistema financeiro mostram sua importância: de acordo com o Banco Mundial (1992: 281) os "empréstimos de política" (policy loans) - definidos como "empréstimos sob alguma forma explícita de programa de crédito, isto é, com ofertas e taxas de juros preferenciais e com o apoio de desconto automático do Banco Central", representavam 47.4%, 52.4%, 59.8% e 52.8% respectivamente em 1975, 1980, 1985 e 1990.

24 O processo de liberalização do sistema financeiro Coreano se deu entre 1982 e 1988, e não só foi gradual como restritivo no que tange à liberalização de taxas de juros e entrada de bancos e investidores estrangeiros. Para uma análise completa, ver OECD (1993).

25 Somente para contrastar, na América Latina, o crescimento de preços dos ativos em mercados secundários pouco teve a ver com seu papel na captação de recursos de longo prazo (no mercado primário). Nestes termos, é interessante observar-se que, por exemplo, em nossa região, o aumento de liquidez nas bolsas de valores não tem se traduzido numa expansão do volume de ações emitidas (além daquelas de empresas em processos de privatização). Enquanto isto, há indícios que efetivamente tem ocorrido uma expansão dos mercados primários, por exemplo, na Coreia, Malásia e Tailândia (Cf BIS (1995: 151). A questão da funcionalidade dos fluxos de capital para o desenvolvimento não é portanto elementar. Mas, dado o limite deste artigo, não podemos analisar o papel dos fluxos de capital para o desenvolvimento dentro do arcabouço pós-Keynesiano - tema que será objeto de um artigo a ser publicado.

26 Para uma análise detalhada sobre as origens e o processo de globalização financeira, ver Helleiner (1994).

27 Tendo em vista a visão estabelecida sobre os benefícios da expansão de poupança externa para economias em desenvolvimento (ver e.g. Reisen, 1996), poder-se-ia esperar que um aumento dos fluxos de capital representasse um redução dos problemas de financiamento do investimento - como seria compatível com a Teoria de Kemp-MacDougall. Para a análise dos impactos destes desenvolvimentos sobre o financiamento do desenvolvimento, a questão que se coloca é, obviamente, se o aumento da liquidez nos mercados gera, por si só, expansão dos fundos disponíveis nos mercados primários - onde as empresas efetivamente captam parte de seus financiamentos de longo prazo.

28 Aliás, sem que se definam as oportunidades de longo prazo, não é de se espantar que nossa região seja essencialmente um pólo de atração de capitais de curto prazo, altamente especulativos, e que nossos sistemas financeiros continuem a ser extremamente curto-prazistas. Enquanto isto, o Sul e Sudeste Asiático atraem volumes crescentes de capital de longo prazo (investimento estrangeiro direto) e o desenvolvimento dos seus mercados secundários está ampliando as fontes de financiamento de longo

prazo disponíveis nos mercados primários. Esta é uma questão também importante para entendermos o papel das IFD num contexto de globalização financeira. Mas dados os limites de espaço deste artigo, deverá ser tratado em uma outra oportunidade.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. (1970) 'The market for "lemons": qualitative uncertainty and the market mechanism', *The Quarterly Journal of Economics* 84,3: 488-500.
- AKYUZ, Y. (1992) 'On financial deepening and efficiency', UNCTAD Discussion Paper, No. 43, March.
- AKYUZ, Y. e C. GORE (1994) "The profit-investment nexus in East Asian Development", UNCTAD Discussion paper.91, Outubro.
- AMSDEN, A. H. and EUH, Y. (1990) 'Republic of South Korea's financial reform: what are the lessons', *UNCTAD Staff papers* 30.
- ANDERSEN, T. B. (1983-84) 'Some implications of the efficient capital markets hypothesis', *Journal of Post Keynesian Economics* 6,2: 281-294.
- AOKI, M., K. MURDOCK e M. OKUNO-FUJIWARA (1996) "Beyond The East Asian Miracle: Introducing the Market Enhancing View", Center for Economic Policy Research, Stanford University, mimeo.
- BIS (1995) - Bank of International Settlements, 65th Annual Report, Basileia, 12 de Junho.
- CARVALHO, F. J. C. (1992) *Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*, Aldershot: Edward Elgar.
- DAVIDSON, P. (1986) 'Finance, funding, saving and investment', *Journal of Post Keynesian Economics* 9,1: 101-110.
- DAVIDSON, P. (1994) *Post-Keynesian Macroeconomic Theory: a Foundation for Successful Policies for the Twenty-first Century*, Edward-Elgar: Aldershot, England; Vermont, USA.
- DOSI, G. (1990). "Finance, Innovation and Industrial Change", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13: 299-319.

- GALE, D. *Money: In Equilibrium*, Cambridge University Press, Chs. 1,2
- GERSOVITZ, M. (1988-89) 'Saving and development', in Chenery, H.B. and T.N. Srivasan (eds), *Handbook of Development Economics*, Amsterdam: North-Holland.
- GERTLER, M. (1988) 'Financial structure and aggregate economic activity: an overview. *Journal of Money, Credit, and Banking*. 20(3): 559-587.
- GOLDSMITH, R. W. (1969) *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press.
- HELLEINER, E. (1994). *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca and London: Cornell University Press.
- JAMARILLO-VALLEJO, J. (1994) 'Comment on "The role of the State in financial markets" *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, The World Bank: Washington, D.C.: 53-58;
- KEYNES, J. M. *Collected Writings* (CWJMK). D.E. Moggridge (ed.), London: Macmillan for the Royal Economic Society, various dates from 1971.
- KEYNES, J. M. (1937) 'The "ex-ante" theory of the rate of interest'. *The Economic Journal*, December 1937. Reprinted in CWJMK, vol. XIV: 215-23.
- LEWIS, M. K. (1992) 'Modern banking in theory and practice', *Revue Economique* 10, 2: 203-225.
- MCKINNON, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: Brookings Institution.
- MINSKY, H. P. (1982) '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.
- MOREIRA, M. M. (1995) *Industrialization, trade and market failures*, London: St. Martin's Press.
- OECD (1993), *Liberalizing capital flows in developing countries*, Department Centre Studies, 1993
- PATEL, I. G. (1994) "Keynotes" to the *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, The World Bank: Washington, D.C.: 19-52.

- POLLARD, S. (1964) Fixed Capital in the Industrial Revolution in Britain, *The Journal of Economic History*, 24(3), September: 299–314.
- REISEN, H. (1996) "The limits of foreign savings", para o International Forum on Latin American Perspectives, Inter-American Development Bank/OECD Development Centre, Mimeo.
- Sommel (1992) "Finance for growth: lessons from Japan", *UNCTAD Discussion Paper*, February.
- STIGLITZ (1988) Banks as social accountants and screening devices for the allocation of credit. National Bureau of Economic Research, Working paper 2710.
- STIGLITZ (1994) 'The role of the State in financial markets' Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993, The World Bank: Washington, D.C.: 19-52;
- STIGLITZ J. E. and M. UY (1996) "Financial Markets, Public Policy, and the East Asian Miracle", *The World Bank Research Observer*, 11(2): 248-276.
- STIGLITZ J. E. and A. WEISS (1981) 'Credit rationing in markets with imperfect competition', *American Economic Review* 71,5: 393–410.
- STUDART, R. (1993) 'Financial repression and economic development: towards a post-Keynesian alternative, *Review of Political Economy*, 5,3: 277–298.
- STUDART, R. (1995) *Investment Finance in Economic Development*, London: Routledge.
- STUDART, R. (1997) "Instituições Financeiras de Desenvolvimento: Mais uma Vez no centro das Atenções", *Revista RUMOS DO DESENVOLVIMENTO*, nº 131, pp. 41-3.
- TOBIN, J. (1984) "On the efficiency of the financial system", *Lloyds Bank Review*, 153: 1–15.
- WORLD BANK (1989) *Financial Systems and Development, World Development Indicators*, Annual Report.
- UNCTAD (1996), *Trade and Development Report 1996*, Genebra e N. York: Nações Unidas,
- ZYSMAN, J. (1983). *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Growth*, Oxford: Martin Robertson.

ÚLTIMOS TEXTOS PUBLICADOS

389. MARINHO, Alexandre. Brazilian Federal Universities: relative efficiency evaluation and data envelopment analysis. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (24 pág.)
388. CARVALHO, Fernando José Cardim de. Price stability and banking sector distress in Brazil after 1994. Rio de Janeiro: UFRJ/ IE, 1997. (44 pág.)
387. CARVALHO, Fernando José Cardim de. On Keynes's Concept of Revolving Fund of Finance. Rio de Janeiro; UFRJ/IE, 1997. (24 pág.)
386. RESENDE, Marcelo. Intensidade em pesquisa e desenvolvimento e tamanho da firma: uma análise exploratória do caso brasileiro. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (28 pág.)
385. FAGUNDES, Jorge Luis Sarabanda da Silva. Regulação dos Serviços de Telecomunicações: Transformações Internacionais. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (60 pág.)
384. PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Características, mudanças estruturais e desempenho do sistema bancário privado no Brasil em alta inflação. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (51 pág.)
383. YOUNG, Carlos Eduardo Frickmann. Industrial pollution and export-oriented policies in Brazil. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (28 pág.)
382. ALVEAL CONTRERAS, Edelmira Del Carmen. A cooperação inter-firmas na indústria petrolífera mundial. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (33 pág.)
381. MACHADO, João Bosco Mesquita. Dilemas da consolidação de uma união aduaneiras: articulações interna e externa no processo de integração do MERCOSUL. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (32 pág.)
380. CARVALHO, Fernando José Cardim de. Financial innovation and the post keynesian approach to "the process of capital formation". Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (40 pág.)