

O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: “restatement” ou auto-crítica?

Jennifer Hermann

Professora do Instituto de Economia
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Palavras-chave

política financeira,
liberalização financeira,
modelo Shaw-McKinnon.

Classificação JEL O23.

Key words

*financial policy,
financial liberalization,
Shaw-McKinnon model.*

JEL Classification O23.

Resumo

O artigo examina as revisões que sofreu o modelo de liberalização financeira nos últimos vinte anos (décadas de 80 e de 90). Tais revisões foram forçadas, de um lado, pelos resultados desfavoráveis de alguns testes econométricos do modelo Shaw-McKinnon e, de outro, pelas experiências de diversos países desenvolvidos (PD) e em desenvolvimento (PED) com a política de liberalização. No plano econométrico, os testes revelaram fraco poder explicativo das duas variáveis-chave do modelo: a taxa real de juros e a taxa de poupança agregada. Quanto às experiências de PD e PED, o principal desafio ao modelo original de Shaw e McKinnon foram as crises bancárias e/ou cambiais que, em grande parte dos casos, se seguiram à implementação da política de liberalização financeira. Diante dessas limitações, a “versão moderna” do modelo de liberalização acabou por incorporar diversas críticas (em geral keynesianas) à teoria e à política financeira do modelo Shaw-McKinnon, sendo forçada a admitir a necessidade de algum grau de intervenção do governo na liberdade de escolha do mercado quanto à composição de seu *portfólio*. Mais que isso, o novo modelo faz uma verdadeira autocrítica, admitindo que, sob determinadas circunstâncias, algum grau de repressão financeira pode ser necessário, e mesmo benéfico, ao desenvolvimento financeiro.

Abstract

The paper examines the revisions suffered by the financial liberalization model during the 80 and the 90 decades. These revisions was forced by two set of factors: the unfavorable results of some econometric tests of the Shaw-McKinnon model and the experiences of several developed (DC) and developing (LDC) countries with the liberalization policy. In the econometric field, the tests have revealed a weak explaining role of the two key-variables of the model: the real interest rate and the saving rate. As for DC and LDC experiences, the main challenge to the original Shaw-McKinnon model was the banking and currency crises that, in most cases, have followed the liberalization policy. Facing this limitations, the “modern version” of the liberalization model has embodied several (keynesian) critiques to Shaw-McKinnon’s financial theory and policy and has been forced to allow for the need of some degree of government intervention in the free choice of financial market concerning its portfolio composition. Farther, the new model make a real self-critique, admitting that, under certain conditions, some degree of financial repression could be necessary, and even beneficial to financial development.

1_ Introdução

A política financeira dominante nos países desenvolvidos (PD) e em desenvolvimento (PED) nas décadas de 80 e 90, orientada pelo modelo de liberalização financeira, tem por fundamentação teórica os trabalhos seminais de Shaw (1973) e McKinnon (1973). Shaw e McKinnon fundaram uma nova visão de política financeira a partir da crítica à prática então dominante, cunhada pelos autores de “política de repressão financeira”. Esta se constituía no braço financeiro de um modelo de política de desenvolvimento econômico, centrada na intervenção do Estado. Além de uma série de regulamentos e controles sobre o mercado financeiro, no plano macroeconômico, duas condições completavam o arcabouço da política de “repressão”: a tolerância com inflação, responsável pelo rebaixamento artificial dos juros reais, e déficits públicos financiados por emissão monetária, refletindo a precariedade do mercado financeiro.¹

Na visão de Shaw e McKinnon, antes que um auxílio, a repressão financeira prestaria um desserviço ao desenvolvimento econômico, entendido a partir de duas relações de causalidade (positivas) fundamentais:

a. entre a taxa de poupança e a taxa de crescimento da economia;

b. entre as taxas de juros reais (ativas e passivas) e a taxa de poupança.

Alegava-se que a manutenção de juros reais abaixo do equilíbrio, ou mesmo negativos, desincentivava a formação de poupança, bem como sua alocação a ativos financeiros e, em consequência, o financiamento dos investimentos. A liberalização financeira, entendida como eliminação dos controles sobre as taxas nominais de juros e câmbio, bem como das barreiras legais à livre composição de *portfolios* pelos poupadores e instituições financeiras, foi, então, proposta como o caminho para elevar a taxa de poupança da economia e, com ela, as taxas de investimento e de crescimento econômico.

As idéias de Shaw e McKinnon tiveram influência crescente entre acadêmicos e gestores de política econômica ao longo das últimas três décadas: no

.....
¹ Com pesos variados entre diferentes países, estes regulamentos e controles tinham um núcleo comum formado por:

- a) tetos para as taxas nominais de juros nas operações bancárias ativas e passivas;
- b) elevadas alíquotas de recolhimento compulsório sobre os depósitos bancários;
- c) controles quantitativos

.....
sobre a alocação do crédito privado;
d) programas de crédito público subsidiado, direcionado a setores eleitos como prioritários;
e) controles cambiais, com base em regimes de câmbio fixo e limites ao livre fluxo de bens e capital entre fronteiras (Agénor e Montiel, 1999, p. 190-191).

meio acadêmico, suscitaram uma série de estudos econométricos sobre as relações teóricas do modelo e, no plano político, deram origem a diversas experiências de liberalização financeira.

As experiências de liberalização dos anos 60 e 70 se concentraram nos PED e não foram, em geral, bem sucedidas. No caso dos PED asiáticos, as reformas foram muito tímidas e lentas, dificultando o alcance e a avaliação dos resultados previstos por Shaw e McKinnon. Nos PED latino-americanos, ao contrário, as reformas foram excessivamente abrangentes e rápidas, mas tiveram que ser revertidas, em razão de crises bancárias e cambiais que se seguiram à sua implementação (World Bank, 1989, ch. 9; Fry, 1995, ch. 19; Agénor e Montiel, 1999, p. 719-721). Este quadro obrigou os governos locais a reeditarem os antigos controles, agora, porém, não mais como política de desenvolvimento, mas sim de estabilização monetária e cambial.

Os anos 80 marcam o início de um período de clara hegemonia teórica e política do modelo de liberalização. Desde então, este tem orientado amplos programas de reforma financeira em diversos PD e PED, em muitos casos também seguidos de “crises de liberalização”. Tais crises, aliadas a resultados desfavoráveis

em grande parte dos testes econométricos do modelo Shaw-McKinnon, impuseram a seus defensores um esforço de revisão do modelo, dando origem à política de liberalização predominante nos anos 1990. Esta se distingue da inicialmente proposta por Shaw e McKinnon em dois aspectos essenciais:

- a. a maior abrangência, passando a incluir medidas de ajuste macroeconômico, bem como de saneamento, reestruturação, controle prudencial e supervisão do mercado bancário;
- b. a proposta de seqüenciamento (gradualismo) das reformas, especialmente quando aplicadas aos PED.

Estas mudanças foram propostas como meio de evitar as crises de liberalização e, assim, ampliar a eficiência das reformas.

Este artigo examina a evolução recente do modelo de liberalização financeira, começando, na Seção 2, por uma síntese das relações teóricas fundamentais do modelo Shaw-McKinnon. A Seção 3 descreve os principais resultados dos testes econométricos dessas relações. A Seção 4 discute os desafios empíricos – de natureza econométrica e macroeconômica (as crises de liberalização) – impostos ao modelo original. A Seção 5 apresenta

as principais revisões do modelo Shaw-McKinnon, a partir dos problemas empíricos identificados, que deram origem ao que aqui chamamos de “novo modelo” de liberalização financeira. A Seção 6 sumaria e conclui o artigo.

2_ As relações teóricas fundamentais do Modelo Shaw-McKinnon

O modelo Shaw-McKinnon ergue-se sobre duas relações de causalidade fundamentais:

- entre a taxa de crescimento (g) e a taxa de poupança (δ) da economia;
- entre δ e a estrutura de taxas reais de juros (θ):

$$g = b \frac{\delta}{k}, b' > 0 \quad (1)$$

(k = relação incremental capital-produto).

$$\delta = \delta(\theta), \delta' > 0. \therefore \quad (2)$$

$$\delta = j(\theta, k) \quad (3)$$

$$\text{onde: } \frac{\partial j}{\partial \theta} > 0; \frac{\partial j}{\partial k} < 0.$$

A relação entre θ e g é intermediada por uma série de outras. Em primeiro lugar, seguindo a teoria dos fundos em-

prestáveis (TFE), admite-se que θ influencie positivamente a taxa de poupança da economia, como expresso em (2), e a disponibilidade de crédito (F):

$$F = F(\theta, d_F) \quad (4)$$

onde: definindo-se θ^E como a taxa de equilíbrio do mercado livre;

$$\frac{\partial F}{\partial \theta} > 0 \text{ para } \theta < \theta^E \text{ (repressão fi-}$$

nanceira);

$$\frac{\partial F}{\partial \theta} < 0 \text{ para } \theta > \theta^E;$$

$$\frac{\partial F}{\partial \theta} = 0 \text{ no ponto } \theta = \theta^E;$$

d_F = demais variáveis que afetam F .

Ainda de acordo com a TFE, a relação entre θ e F é intermediada por δ , estabelecendo-se uma cadeia de causalidade no sentido: $\theta \Rightarrow \delta \Rightarrow F$. A taxa de poupança atua sobre F ampliando a demanda dos poupadores por *novos* ativos financeiros (B^D), de forma que $B^D = B(\delta)$, $B' > 0$, ou, equivalentemente, $B^D = b(\theta)$, $b' > 0$. O modelo supõe também uma relação positiva entre F e a taxa de investimento agregado ($\gamma = I/Y$), na forma:

$$\gamma = \gamma(F, d_\gamma) \quad (5)$$

onde: $\partial \gamma / \partial F > 0$;

d_γ = outras variáveis que afetam γ .

Paralelamente a este efeito quantitativo sobre a taxa de investimento (via F), admite-se ainda que θ influencie positivamente g através de seus efeitos sobre a eficiência da economia na alocação dos recursos financeiros e produtivos. Este “efeito-eficiência” se daria pela seleção de projetos de investimento com maiores taxas de retorno real (e maior risco) e pela concomitante exclusão dos projetos de baixo retorno (e baixo risco), à medida que θ se eleva. Contudo, dada a impossibilidade de se medir a taxa de retorno real do investimento *agregado*, este efeito tem sido estudado de forma indireta, a partir de testes de natureza microeconômica (envolvendo amostras de empresas) ou utilizando-se, no plano macroeconômico, o comportamento da relação produto-capital ($Y/K = 1/K$) como indicador da taxa de retorno do investimento (Fry, 1995, p. 172-178). Presume-se que, a longo prazo, aumentos nesta taxa elevem Y/K , refletindo a mudança qualitativa no *portfolio* de projetos de investimento financiado a taxas reais de juros mais elevadas. Assim, o efeito de θ sobre a eficiência produtiva pode ser representado (*ceteris paribus*) por uma relação inversa entre k e θ , como sugere McKinnon (1993, p. 20-21):

$$k = k(\theta, d_K) \quad (6)$$

onde: $\partial k / \partial \theta > 0$;

$d_K =$ outras variáveis que afetam k .

De (3) e (6) deduz-se, *ceteris paribus*:

$$g = g(\theta), g' > 0. \quad (7)$$

A função (7) sintetiza a teoria do crescimento do modelo Shaw-McKinnon e justifica a proposta da política de liberalização, com foco na liberação das taxas de juros nominais, visando ao aumento de θ . A cadeia de causalidade que vincula θ a g em (7) teria duas vertentes: uma financeira (linha superior) e outra “real” (linha inferior):

$$\theta \begin{cases} \rightarrow \delta \Rightarrow B^D \Rightarrow F \Rightarrow \gamma \Rightarrow g \\ \rightarrow k \Rightarrow g \end{cases} \quad (8)$$

Os diversos elos dessa cadeia foram alvos de testes econométricos, envolvendo, em sua maioria, dados de PED. Estes testes consistiram, basicamente, da estimação de funções para as variáveis dependentes de θ em (8), a partir de regressões lineares múltiplas, contendo, entre outras, uma ou mais das variáveis explicativas sugeridas no modelo Shaw-McKinnon. As relações θ - k , F - γ - g , ou

diretamente, $k-g$ e $F-g$ foram confirmadas sem ambigüidades: os coeficientes de regressão estimados apresentaram os sinais esperados, atingiram valores estatística e economicamente significativos² e os coeficientes de determinação R^2 (ajustados) foram razoavelmente próximos de 1 (Fry, 1995, p. 169-179; Agénor e Montiel, 1999, p. 100 e 689-692; Roubini e Sala-i-Martin, 1992; King e Levine, 1993; Levine, 1997).

Estes resultados, porém, pouco contribuem para a avaliação estatística do modelo Shaw-McKinnon, já que as relações $\theta-k$, $F-g$ e $k-g$ não são uma peculiaridade do modelo, nem foram originalmente propostas por seus autores. A importância do crédito e do desenvolvimento financeiro para o investimento e deste para o crescimento econômico já havia sido reconhecida e enfatizada muito antes, por Schumpeter (1985); Keynes (1985); Gurley e Shaw (1955) e, indiretamente (através da taxa de poupança) nos modelos keynesianos e neoclássicos de crescimento (exógeno) dos anos 40 e 50. Estes últimos apontaram também a importância de k .³ Além disso, a validade da relação $F-g$, intermediada ou não por γ e k , prescinde da TFE, tendo sido derivada por Keynes a partir da teoria da preferência por liquidez e pelos demais autores

com base em argumentos que enfatizam apenas a insuficiência de poupança *da firma* (e não da poupança agregada) para financiar seus planos de investimento.

Assim, as relações teóricas fundamentais do modelo Shaw-McKinnon são as que compõem a “vertente financeira” do mecanismo de transmissão (8), vinculando θ , seqüencialmente, a δ , B^D , F e g . As evidências estatísticas sobre estas relações são comentadas a seguir.

3_ Testes econométricos do modelo Shaw-McKinnon

3.1_ Observações preliminares

Algumas observações se fazem necessárias para orientar a interpretação dos testes aqui relatados, como instrumentos de avaliação empírica do modelo Shaw-McKinnon. Como já observado, estes testes consistiram de regressões lineares múltiplas, contendo a variável explicativa em foco em cada caso, além de outras. A maioria deles baseia-se em análises do tipo *cross-section*. Alguns poucos utilizam séries temporais para países específicos (EUA, Coréia do Sul e Turquia, entre os testes aqui comentados), mas a relação entre a variável explicada (δ , F ou g) e as variáveis explicativas foi estabelecida sem qualquer defasagem temporal. Nestas con-

.....
² Em todos os testes aqui relatados, a hipótese nula foi rejeitada para níveis de significância de 1 ou 5%.

³ As principais referências para o modelo de crescimento keynesiano são os trabalhos de Domar (1957) e Harrod (1948), que deram origem ao conhecido modelo Harrod-Domar. Kaldor (1955-1956); Pasinetti (1979) deram também contribuições importantes nesta linha. O enfoque neoclássico tem como principais referências os trabalhos de Solow (1956); Swan (1956); Meade (1961).

dições, os coeficientes de regressão estimados representam valores médios do conjunto de países ou do período em foco, de modo que os testes nada garantem (ou informam) sobre as *relações de causalidade* entre as variáveis envolvidas. Estas relações são propostas apenas com base nos argumentos teóricos do modelo Shaw-McKinnon e serão “confirmadas” ou não de acordo com as estatísticas de avaliação dos testes e com a interpretação, em grande parte, subjetiva do analista.

As estatísticas de avaliação aqui consideradas são as convencionais, informadas pelos autores dos testes comentados – basicamente, as estatísticas t dos coeficientes de regressão e os coeficientes R^2 (ajustados) das regressões. São comentados somente os testes em que os coeficientes de regressão apresentaram os sinais esperados de acordo com o modelo Shaw-McKinnon, a níveis de significância de 1 ou de 5%. Os demais são eventualmente mencionados apenas como indicadores de fragilidade da relação em análise. Os coeficientes R^2 , quando disponíveis, são explicitados. Contudo, como as funções estimadas, em geral, envolveram outras variáveis explicativas, além de θ (variável central do modelo Shaw-McKinnon), o R^2 da regressão pouco informa sobre as relações *bilaterais* es-

pecíficas que nos interessam aqui – as relações θ - δ , θ - F e θ - g .

Por fim, é necessário distinguir entre o significado *estatístico* e o significado *macroeconômico* dos coeficientes de regressão estimados. O primeiro é uma questão técnica, que se define de forma objetiva pelas estatísticas t de cada coeficiente. O significado macroeconômico requer ainda uma avaliação qualitativa dos resultados, em função da magnitude dos coeficientes de regressão e, principalmente, do conhecimento prévio que se tenha a respeito do padrão histórico de comportamento da variável em foco. Uma vez cumpridas as condições técnicas convencionais, o que define se um coeficiente é macroeconomicamente significativo é a relação entre sua magnitude (em módulo) e a magnitude média, a longo prazo, da variável analisada. Assim, um coeficiente será interpretado como significativo do ponto de vista macroeconômico se indicar uma variação percentual “importante” (ao ano, por exemplo) na variável dependente, associada a uma variação *factível* na variável explicativa.

Dois exemplos ajudarão a esclarecer o critério. Um coeficiente de 0,2 para a relação θ - g , estimado pelo World Bank (1989, p. 30), indica que cada ponto percentual de aumento em θ , ao ano, ele-

va g em 0,2 pontos percentuais a cada ano. Na prática, isto significa que um programa de “desrepressão financeira” que promova um aumento de cinco pontos percentuais na taxa real de juros (o que é factível, partindo-se de níveis negativos ou próximos de zero) elevará a taxa histórica de crescimento da economia em um ponto percentual. Dado o padrão de crescimento econômico mundial do pós-II Guerra, no qual taxas anuais em torno de 5,0% indicam um crescimento robusto, um coeficiente desta magnitude pode ser interpretado como macroeconomicamente significativo, especialmente para países com “baixa” taxa inicial de crescimento. Partindo-se, por exemplo, de uma taxa média (a longo prazo) em torno de 3% ao ano, um aumento de cinco pontos percentuais em θ elevaria g em 33% (para 4%).

Por outro lado, nos testes para a relação θ - δ , um coeficiente da ordem de 0,2, estimado em alguns estudos, é menos significativo do ponto de vista macroeconômico, porque a base de comparação (a taxa de poupança da economia) é bem maior que a anterior (a taxa anual de crescimento do PIB). O mesmo aumento factível de cinco pontos percentuais em θ resultaria também em um acréscimo de um ponto percentual na

taxa de poupança. Neste caso, porém, o aumento obtido em δ é pequeno, se considerarmos que países identificados como de baixa capacidade de poupança partem de taxas iniciais da ordem de 10-15% e almejam elevá-la para cerca de 25-30%. Feitas as ressalvas necessárias, passemos à análise dos resultados.

3.2_ A relação θ - δ (taxa real de juros – taxa de poupança)

Agénor e Montiel (1999, p. 93-95); Fry (1995, ch. 8); Balassa (1990) relatam uma série de estudos econométricos sobre o papel de θ na função-consumo (efeito-substituição) – que, por resíduo, permitem estimar a relação θ - δ – ou, diretamente, na função-poupança. De modo geral, estes testes não apresentaram resultados conclusivos a respeito da existência de uma relação θ - δ estatisticamente significativa: embora, na maioria dos casos, os coeficientes R^2 tenham sido elevados (acima de 0,6), os coeficientes de regressão estimados e/ou os níveis de significância das estimativas foram, em geral, baixos.

Entre os primeiros estudos econométricos envolvendo PED asiáticos, Williamson (1968); Mikesell e Zinser (1973) não encontraram evidências de uma relação θ - δ estatisticamente signifi-

cativa. No entanto, mais tarde, diversos outros testes chegaram a resultados favoráveis ao modelo Shaw-McKinnon, entre eles, Fry (1978); Fry e Mason (1982); Gupta (1984); Boskin (1978); Gylfason (1981) – os dois últimos, com base em dados para os Estados Unidos (EUA).

Giovanini (1985) reestimou o modelo de Fry (1978) excluindo da amostra a Coreia do Sul, onde os coeficientes de regressão e níveis de significância foram muito mais altos que nos demais países. Giovanini atribuiu esta diferença à variação das taxas reais de juros, que, na Coreia, foram também muito mais intensas que no resto da amostra. De fato, a exclusão da Coreia enfraqueceu o teste de Fry (1978): no estudo de Giovanini, envolvendo dezoito PED entre meados da década de 70 e meados dos anos 80, apenas para cinco países da amostra foi estimado um efeito-substituição significativo (da ordem de 0,5) entre consumo presente e consumo futuro. Nos demais, o coeficiente estimado, embora positivo, não passou pelo teste de significância estatística. Este resultado foi, mais tarde, contestado por Rossi (1988) e pelo próprio Fry (1978). De todo modo, ele sugeriu que o grau de variação de θ afeta a elasticidade-juros da taxa de poupança, o que, como observa Balassa, é coerente

com a sugestão de Shaw (1973, p. 73), de que “*small and reversible changes in interest rates may not affect savings?*” (Balassa, 1990, p. 114).

Mais tarde, Fry (1991) estimou um coeficiente de 0,1 para θ na função-taxa de poupança de 11 países asiáticos no período 1961-1988 – ou seja, o aumento de um ponto percentual na taxa real de juros acrescentou apenas 0,1 ponto percentual à taxa de poupança destes países. Fry (1995, p. 165-166) e Balassa (1990, p. 103-107) relatam outras estimativas envolvendo PED, com coeficientes semelhantes, entre 0,1 e 0,3. Boskin (1978) e Gylfason (1981) encontraram também coeficientes desta ordem para os EUA. Fry e Balassa reportam também diversos estudos que geraram coeficientes muito menores (próximos de zero) ou não confirmaram a significância estatística da relação θ - δ – entre eles, Williamson (1968); De Melo e Tybout (1986); Gupta (1987).

Em estudo recente, Ogaki, Ostry e Reinhart (1996), estimando a elasticidade-juros de δ para uma grande amostra de PED, encontraram coeficientes entre 0,05, para os países da amostra com renda *per capita* mais baixa, e 0,6, para países com maior renda *per capita*. A grande amplitude de variação destes coeficientes sugeriu que a poupança é mais sensível ao nível de renda que à taxa de juros.⁴

.....
⁴ A lógica deste resultado (Agénor e Montiel, 1999, p. 94-95; Rossi, 1988, p. 117) é que nos países de baixa renda o consumo é reprimido pela restrição orçamentária dos agentes, o que limita o efeito substituição associado a mudanças nas taxas de juros. Apenas nos países onde o padrão de vida é mais elevado, situando-se bem acima do nível de subsistência, há espaço para ajustes do consumo em função de preferências intertemporais.

Balassa (1990, p. 112); Agénor e Montiel (1999, p. 88) observam que, para os poupadores líquidos, o aumento de θ tem ainda um efeito-renda positivo, além do efeito-substituição (negativo) sobre o consumo. Sendo assim, o resultado líquido de uma variação em θ sobre a propensão a consumir e, por conseguinte, a poupar, depende da magnitude destes dois efeitos combinados, o que tende a reduzir o coeficiente da relação θ - δ .

Um aspecto relevante apontado por Fry (1995), a partir dos estudos que analisou é a importância do ponto de partida de θ para a magnitude da elasticidade de δ :

While an increase in the real deposit rate from -30 to -20 percent raises the saving ratio by 5,6 percentage points, an increase from -5 to +5 percent raises the saving ratio by only 1,8 percentage points.

(Fry, 1995, p. 166).

Tal resultado, obtido por Rittenberg (1988) para a Turquia, no período 1961-1985 é compatível com os demais estudos analisados por Fry (1995). Estes, de um modo geral, sugeriram ser maior o impacto do aumento de θ sobre δ quando o ponto de partida são economias “muito reprimidas” financeiramente, isto é, com taxas reais de juros fortemente negativas e condições gerais de acesso a

crédito muito restritivas, seja, diretamente, pela política de repressão financeira ou pela própria condição de PED. A conclusão é de que o aumento de θ é capaz de elevar δ (de forma estatisticamente significativa) apenas nos *estágios iniciais* da política de liberalização, reduzindo-se este efeito à medida em que a desregulamentação avança:

(...) As a device for increasing saving, the real deposit rate is subject to an upper bound at its competitive free-market equilibrium level normally lying in the range of 0 to 5 percent. Hence, only in countries where the real deposit rate is negative by a considerable margin can there be much scope for increasing saving directly by raising the deposit rate. (Fry, 1995, p. 164).

Assim, os testes sugerem que, na função (2), $\delta' > 0$ e $\delta'' < 0$. Esta segunda derivada, por sua vez, explica os sinais da derivada de (4) em diferentes trechos da função: à medida em que, via liberalização, avança o desenvolvimento financeiro e ampliam-se os canais de acesso de consumidores e firmas ao crédito, a taxa real de juros se aproxima de seu nível de equilíbrio “eficiente” (θ^E). Neste estágio, reduz-se o potencial impacto positivo de aumentos *adicionais* de θ sobre δ e F . A explicação para esta tendência é que, em um mercado liberalizado, parte

do consumo e investimento restringidos pelo efeito-substituição, é compensada pela expansão da oferta de crédito. Esta, por sua vez, é estimulada não só pelo aumento de θ , mas também por outras medidas que, normalmente, compõem políticas de liberalização – como redução das alíquotas de recolhimento compulsório e relaxamento de outros tipos de controle quantitativo da oferta de crédito das instituições financeiras (Fry, 1995, p. 168).

Ou seja, o efeito-renda do aumento de θ e o “efeito-crédito” desta e de outras medidas da política de liberalização explicariam os baixos coeficientes estimados para a relação θ - δ . Pela mesma razão, Bencivenga e Smith (1991) argumentam que o desenvolvimento financeiro proporcionado pela liberalização pode resultar, inclusive, na redução de δ , na medida em que, ampliando as possibilidades de endividamento de consumidores e firmas, viabiliza a prática de poupança negativa por parte de alguns destes agentes. Este efeito é confirmado em estudo empírico de Drees e Pazarbasioglu (1998) sobre os efeitos da liberalização financeira nos países nórdicos.

Em suma, seja pela influência do nível de renda *per capita*, pelo efeito-renda de mudanças em θ , pelo “efeito-crédito” mencionado, ou pela disparidade de re-

sultados, o fato é que a maioria dos autores, atualmente, deposita pouca confiança na validade da relação θ - δ , admitindo que:

Available econometric evidence indicates that national saving ratios may be affected positively by the real deposit rate of interest. Even when this effect is statistically significant, however, its magnitude is not large enough to warrant great policy significance. (Fry, 1995, p. 453).

3.3_ A relação θ - F (taxa real de juros – oferta efetiva de crédito)

Paralelamente aos estudos que indicaram a fraqueza da relação θ - δ , alguns testes sugeriram que as taxas reais de juros exerciam influência mais significativa sobre a alocação que, propriamente, sobre a taxa de poupança da economia:

... it seems likely that interest rates are more significant in determining the channels into which savings will flow in the developed and developing countries than in altering saving propensities.

(Mikesell e Zinser, 1973, p. 17).

... changes in the real deposit rate of interest cause considerable reallocation of household portfolios while producing only modest changes in the overall sizes of those portfolios. (Fry, 1995, p. 190).

Nos termos da notação que vimos utilizando, afirma-se que, embora a rela-

ção θ - δ seja estatisticamente fraca, a relação θ - B^D (demanda por títulos) mostrou-se significativa. A partir de uma amostra muito semelhante à que serviu de base para os testes da sensibilidade-juízo de δ , e definindo B^D como um agregado monetário M3 (M1 mais depósitos a prazo em geral), Fry (1995, p. 191) estimou coeficientes de regressão entre 0,8 e 1,4 (dependendo do tempo de reação considerado) para a relação θ - B^D , no período 1961-1983, com R^2 próximo de 0,60. Chamley e Hussain (1988) chegaram a coeficientes semelhantes em estimativas individuais para a Tailândia, a Indonésia e as Filipinas.

Considerando que, para os mesmos países que mostraram relações θ - B^D significativas, de um modo geral, estimou-se fraca reação da poupança agregada a mudanças em θ , estes resultados apontam para a irrelevância da relação δ - B^D , sugerindo que grande parte do aumento da poupança financeira deve-se à migração de recursos de outras fontes de poupança já existentes (Fry, 1995, p. 192). Como B^D , nestes testes, está sendo representado apenas por papel-moeda em poder do público e depósitos (a vista e a prazo), estas outras fontes seriam o mercado de capitais e/ou os mercados informais de crédito e divisas. Em se tratando

de PED, cujos sistemas financeiros eram, sabidamente, pouco desenvolvidos à época, especialmente no segmento do mercado de capitais, conclui-se que o aumento de M3 associado ao aumento de θ deve-se, essencialmente, à redução da informalidade do setor, como previa o modelo Shaw-McKinnon.

A partir da identificação conceitual entre B^D e F , com o argumento de que F seria a contrapartida de B^D , os testes que mostraram elevados coeficientes para a relação θ - B^D foram, em geral, interpretados como indicadores de confirmação da importância estatística da relação θ - F (Fry, 1995, p. 196-202; Agénor e Montiel, 1999, p. 691-692). Cabe notar, contudo, que a equivalência conceitual entre B^D e F só é válida, a rigor, em mercados dominados por mecanismos de financiamento direto. Neste caso – e somente neste – B^D e F se manifestam simultaneamente no mercado de ativos e os dois conceitos representam, de fato, “dois lados de uma mesma moeda”. Quanto à parcela de B^D alocada a depósitos bancários, porém, sua conversão em oferta de crédito não é imediata, nem garantida, sendo condicionada pelas decisões de alocação de *portfolio dos bancos* – e não, diretamente, dos poupadores finais.

É sabido que, em países caracterizados por baixo grau de desenvolvi-

mento financeiro, como é o caso dos PED que foram alvo dos testes, B^D compõe-se, basicamente, de depósitos bancários (a vista e a prazo) – e, não por acaso, estes ativos foram utilizados como medida da poupança financeira nos testes mencionados. Esta condição é reconhecida por diversos autores, inclusive Fry (1995, p. 4 e 317-322), Agénor e Montiel (1999, p. 26-28 e 189-190) e os próprios “pais” do modelo de liberalização (Shaw, 1973, ch. 1; McKinnon, 1973, ch. 1-2). Nestes casos, portanto, a vinculação entre B^D e F não é óbvia, de modo que os resultados dos testes da relação $\theta-B^D$ não são indicadores seguros da relação $\theta-F$. Confirmando esta condição, Fry (1995, p. 194) – curiosamente, um dos autores que interpretam a relação $\theta-B^D$ como *proxy* da relação $\theta-F$ – estimou uma função “crédito/PIB” para uma amostra de doze PED asiáticos (quase a mesma do teste anterior, da relação $\theta-B^D$), no período 1961-1977, cujo coeficiente para a variável θ foi de 0,05, com R^2 de 0,95. Comparando-se este coeficiente com o obtido para a relação $\theta-B^D$, conclui-se que, para cada ponto percentual de aumento em θ , o percentual de aumento na demanda do público por ativos financeiros é da ordem de 0,8 a 1,4%, enquanto a expansão relativa do crédito é

de 0,05% – ou seja, apenas uma pequena parcela, entre 3,5 e 6,3%, do aumento de B^D explicado pelo aumento dos juros reais converte-se em efetivo aumento da oferta de crédito.

A fraqueza das relações $\theta-F$ e B^D-F , no entanto, não atestam a irrelevância da variável F para o processo de crescimento. Como já observado, a importância das relações $F-\gamma-g$ e $F-g$ foi, em geral, confirmada estatística e economicamente. O baixo coeficiente de θ na função- F , associado ao elevado R^2 da regressão, sugere apenas que a oferta de crédito não reage de forma estatisticamente significativa ao aumento das taxas reais de juros. Em outros termos, os testes demonstram que $d\theta$ não explica dF , negando, portanto, a validade da função (4). Assim, a expansão do crédito que, em todos os casos, se seguiu às políticas de liberalização deve ser atribuída a outras medidas, que não a liberação (aumento) dos juros.

3.4_ A relação $\theta-g$ (taxa real de juros – taxa de crescimento econômico)

Fry (1995, p.178-188) relata diversos estudos econométricos da relação $\theta-g$, que, segundo sua interpretação, confirmam a existência de “positiva e significativa relação entre a taxa de crescimento econômico e a taxa real de

juros dos depósitos' (Fry 1995, p. 181-182). No entanto, como se demonstrará a seguir, na maioria dos estudos relatados, os coeficientes R^2 e/ou os coeficientes de regressão estimados foram baixos – embora os últimos tenham sido, em todos os casos, positivos, como prevê o modelo Shaw-McKinnon.

Fry (1978) estimou uma função de crescimento para sete PED asiáticos no período 1961-1972 com significativo coeficiente de regressão para θ , de 0,4, indicando que cada ponto percentual de aumento na taxa real de juros (ao ano) adicionaria 0,4 pontos à taxa de crescimento anual dos países em análise. No entanto, apesar da importância econômica deste resultado, ele tem pouco valor estatístico, porque foi associado a um baixíssimo R^2 – de apenas 0,16. Mais tarde, estudo de Lanyi e Saracoglu (1983) para vinte e um PED no período 1971-1980 estimou um coeficiente de regressão ainda mais significativo para θ (de 2,4), associado, porém, a um R^2 ainda baixo, de 0,41. Fry (1995, p. 180-181) ampliou esta amostra para incluir Taiwan, obtendo resultados apenas marginalmente melhores: coeficiente de 2,6 para θ e R^2 de 0,43. Estimativa do World Bank (1989) para uma amostra maior, de trinta e três PED, no período 1974-1985, estimou um coeficiente de 0,2 para θ , com R^2 de 0,45.

As poucas estimativas que obtiveram R^2 mais elevados (superiores a 0,5), indicando melhor qualidade do ajustamento aos dados efetivos da amostra, resultaram em coeficientes de regressão bem menores que nos casos de baixo R^2 . Uma delas, do Asian Development Bank (1984, vol. II), para uma amostra de quatorze PED asiáticos no período 1961-1982, estimou um coeficiente de 0,04 para θ , com R^2 de 0,77. Khan e Villanueva (1991), analisando vinte e três PED no período 1975-1987, estimaram coeficientes de 0,08, com $R^2 = 0,55$, para uma função- g de duas variáveis (θ e a taxa de investimento) e de 0,07, com $R^2 = 0,72$, para uma função de três variáveis (a taxa de crescimento das exportações, além das outras duas). Roubini e Sala-i-Martin (1992, p. 22), em estudo envolvendo cinquenta e três PED, no período 1960-1985, chegaram a resultados ainda mais frágeis para a relação θ - g : coeficiente de regressão de 0,0072 e R^2 de 0,69.⁵

Em razão da ordem de grandeza envolvida, no caso da relação θ - g , coeficientes aparentemente baixos podem ter grande significado econômico, especialmente numa perspectiva de manutenção da nova condição a médio e longo prazo, em que as taxas anuais de variação de θ e g são acumuladas e, portanto, magnifica-

.....
⁵ Roubini e Sala-i-Martin (1992) estimaram diversas variações do modelo básico, alterando o elenco de variáveis independentes. As menções aqui tomaram por base, em cada caso, as regressões de maior R^2 .

das. Ainda assim, a disparidade de resultados quanto aos coeficientes (tal como nos testes da relação $\theta-\delta$) e o baixo R^2 da grande maioria das regressões descritas tornam os testes da relação $\theta-g$ pouco confiáveis. Outros testes de Roubini e Sala-i-Martin (1992) confirmam esta interpretação. Os autores estimaram regressões com base em outros indicadores de repressão financeira, alternativos ou combinados à baixa (ou negativa) taxa real de juros, encontrando coeficientes de regressão e R^2 maiores em todos os casos:

- a. coef. = 0,0156 e $R^2=0,74$ para um indicador “composto” (denominado *DISTORT*), incluindo diversos outros fatores de distorção nos mercados de ativos, de fatores de produção e de comércio exterior (Roubini e Sala-i-Martin (1992, p. 23, Table 3);
- b. coef. = 0,0301 e $R^2 = 0,64$ para a relação “reservas compulsórias- g ” (Roubini e Sala-i-Martin (1992, p. 26, Table 5);
- c. coef. = $-0,0453$ e $R^2 = 0,67$ para a relação “inflação- g ” (Roubini e Sala-i-Martin (1992, p. 27, Table 6).

De acordo com os estudos relatados, ao contrário de Fry, entendemos que os testes *não* sustentam evidências de

uma relação $\theta-g$ “positiva e significativa”, mas positiva e fraca. Assim como no caso da relação $\theta-F$, isto não indica que as políticas de liberalização financeira não tenham influência sobre g . É sabido que em todas as experiências de PD e PED, a implementação destas políticas esteve associada ao aumento da taxa de crescimento do PIB (embora com duração e intensidade variável). No entanto, face à debilidade das relações $\theta-F$ e $\theta-g$, associada à importância da relação $F-g$, este efeito deve ser atribuído a outras medidas, que não o aumento da taxa real de juros. Conseqüentemente, os mecanismos através dos quais a política de liberalização é capaz de afetar a taxa de crescimento g devem ser revistos.

4_ Desafios empíricos à teoria da liberalização financeira

4.1_ Desafios impostos pelos testes econométricos

Como já ressaltamos, antes de Shaw e McKinnon, outros autores já haviam reconhecido a importância do grau de desenvolvimento financeiro para o crescimento econômico. É, porém, uma peculiaridade deste modelo a ênfase na taxa real de juros como síntese do conjunto

de variáveis financeiras que influencia a trajetória de crescimento a longo prazo. Assim, a relação θ - g é a mais representativa e emblemática do modelo Shaw-McKinnon, que se caracteriza como um modelo neoclássico de crescimento, ampliado para explicitar e enfatizar o papel das variáveis financeiras. Neste contexto, a identificação de coeficientes positivos e estatisticamente significativos para θ nas funções de crescimento estimadas representa um indicador crucial de validade do modelo Shaw-McKinnon, ainda que as etapas anteriores do mecanismo de transmissão (8) não sejam confirmadas com segurança.

No entanto, contrariando o que previa o modelo teórico, as evidências empíricas mostraram que:

- a. embora, na maior parte dos casos, a taxa de crescimento do PIB tenha se elevado após a implementação de políticas de liberalização, a taxa real de juros não tem um papel explicativo importante na função-crescimento;
- b. entre as variáveis explicitadas em (8), a taxa real de juros é capaz de explicar (estatisticamente) apenas a parte da demanda por ativos (B^D) direcionada a depósitos bancários;

- c. a influência da taxa real de juros sobre B^D não é intermediada (ou explicada) pela reação da taxa de poupança, mas sim pela *realocação* da poupança já existente, a favor dos depósitos bancários;
- d. a disponibilidade total de crédito (F) tem correlação significativa com a taxa de crescimento da economia, mas não com a taxa real de juros, nem, sequer, com os depósitos bancários.

Estes resultados colocam dois problemas teóricos para o modelo Shaw-McKinnon:

- a. questionam, diretamente, sua teoria do crescimento, sintetizada na função (7);
- b. questionam sua teoria monetária – a TFE, que privilegia o *volume* de poupança no mecanismo de transmissão da taxa de juros à taxa de crescimento. Neste aspecto, os resultados dos testes comentados mostraram-se mais compatíveis com as teses de filiação keynesiana a respeito do mecanismo de transmissão da política monetária – ou, mais especificamente, de transmissão de mudanças na taxa de juros à demanda efetiva – já que este enfoque enfatiza, jus-

tamente, as mudanças provocadas no *portfolio* dos agentes, como, por exemplo, em Tobin (1978).

Em particular, a indicação de que o aumento da taxa de juros é capaz de impulsionar mais intensamente a demanda do público por depósitos bancários do que a oferta de crédito é absolutamente compatível com a tese keynesiana de que esta última não é determinada apenas pela restrição orçamentária dos bancos, mas também – e principalmente – pelo seu grau de preferência por liquidez. A disponibilidade de recursos é uma variável importante neste processo, mas o que determina sua forma de alocação – isto é, se os fundos *emprestáveis* serão, de fato, *emprestados* – é o estado da preferência por liquidez dos poupadores e, principalmente, dos próprios bancos, que administram (alocam) os fundos emprestáveis dos poupadores finais.

Uma taxa real de juros positiva e elevada, *ceteris paribus*, é um incentivo à troca de liquidez por ativos de maturidade mais longa, como sustentam a TFE e o modelo Shaw-McKinnon. Por outro lado, como observou Tobin (1958), o risco inerente a estes ativos atua como um freio à demanda motivada pela expectativa de retorno. Nestas condições, a oferta de fundos emprestáveis é inversamente

relacionada ao grau de aversão ao risco dos agentes – que, em seu modelo, é o que justifica a existência de algum grau de preferência por liquidez por parte de poupadores e bancos. No enfoque pós-keynesiano, que privilegia a incerteza envolvida no cálculo do risco (e não o risco em si) como limite à demanda por ativos, sustenta-se que, quanto maior este grau de incerteza, maior será a preferência por liquidez (uma estratégia de *hedge* em um ambiente instável) e menos eficaz será a taxa real de juros como mecanismo de incentivo à demanda por ativos.

Os resultados obtidos para as relações $\theta-B^D$ e $\theta-F$ podem ser compreendidos, também, a partir do modelo novo-keynesiano de racionamento de crédito (Stiglitz e Weiss, 1981), no qual taxas reais de juros mais elevadas têm dois efeitos para os bancos: de um lado, impactam positivamente B^D , aumentando a disponibilidade de depósitos e reservas no sistema bancário; de outro, induzem os bancos a elevarem as taxas ativas, visando preservar seus *spreads*. Os dois efeitos, em princípio, favorecem a expansão do crédito. No entanto, o aumento das taxas de juros dos empréstimos têm também dois efeitos do ponto de vista do emprestador: até certo ponto, eleva a receita esperada e a propensão a emprestar;

a partir de então, amplia mais que proporcionalmente o risco do banco, conduzindo ao racionamento de crédito. Em vista deste aspecto, é compreensível que os testes tenham identificado uma relação θ - B^D mais forte que a relação θ - F em países que passaram por processos de liberalização, com aumentos sensíveis nas taxas reais de juros.⁶

Quanto à teoria do crescimento, da mesma forma, os testes empíricos foram mais favoráveis à interpretações alternativas, que ao modelo Shaw-McKinnon. Os resultados dos testes envolvendo a taxa g como variável dependente sustentam apenas as relações não peculiares ao modelo Shaw-McKinnon e originalmente propostas em modelos keynesianos – as relações F - γ - g , F - g e k - g – sendo, em geral, desfavoráveis quanto à alegada importância de θ para a teoria do crescimento econômico. Assim, os testes não fornecem evidências suficientes da validade estatística e econômica da função (7).

Em suma, as evidências empíricas confirmam a importância macroeconômica e a significância estatística, para o crescimento a longo prazo, de diversos indicadores de desenvolvimento financeiro associados ao *volume* de recursos disponível – aqui representado pela relação F - g , intermediada ou não por γ (Rou-

bini e Sala-i-Martin, 1992; King e Levine, 1993; Fry, 1995, ch. 8-9; Levine, 1997, entre outros). Não se confirma, porém, o mecanismo de transmissão proposto no modelo Shaw-McKinnon, já que F e g não demonstraram ter relações estatisticamente significativas com θ ou δ . Apenas a “vertente real” deste mecanismo é sustentada, ainda assim, com a ressalva de que os testes relativos à eficiência do investimento devem ser vistos com cautela, face às limitações do uso de dk como indicador das variações na taxa real de retorno do investimento.

Nestas condições, as evidências empíricas não são suficientes para validar a tese da liberalização financeira como política eficaz de promoção do crescimento econômico, já que tal política tem no preço relativo (aqui representado pela variável θ) o instrumento-chave de estímulo ao desenvolvimento financeiro (representado pela ampliação de F). Se o objetivo final, no campo financeiro, é simplesmente ampliar a disponibilidade de crédito, a manutenção de linhas de crédito público seletivo a preços compatíveis com a saúde financeira da instituição emprestadora pode ser mais eficaz que a simples liberação das taxas de juros. Reforçando este argumento, alguns autores keynesianos alegam que, sob de-

.....
⁶ A intensidade do aumento dos juros reais é apontada por muitos autores como a principal causa da ocorrência de crises bancárias em seguida a processos de liberalização financeira nos PED (Fry, 1995, ch. 19; Agénor e Montiel, 1999, ch. 18; McKinnon, 1993, ch. 7; Demirgüç-Kunt e Detragiache, 1998). Retomaremos este ponto adiante.

terminadas circunstâncias (basicamente, alta concentração do mercado e assimetria de informação), a manutenção de controles sobre as taxas de juros passivas e ativas é capaz de estimular os bancos a expandirem seus depósitos e o volume de crédito, seja porque taxas menores reduzem o risco bancário (Stiglitz, 1994) ou porque limitam o aumento do lucro via preços (Demetriades e Luintel, 1996). Stiglitz (1994) vai além, sustentando que, se o que se requer para promover o crescimento é a expansão do crédito de longo prazo (bancário e direto) e o controle do risco a ele associado, a repressão financeira pode ser uma política mais eficaz que a liberalização.

4.2_ Desafios impostos pelas “Crises de Liberalização”

Diversas experiências de reforma financeira em PD e PED, nos moldes do modelo Shaw-McKinnon, conduziram, após alguns anos de forte crescimento econômico, ao que se pode denominar de “crises de liberalização” – crises bancárias, seguidas de estagnação ou recessão econômica, sendo estas, de modo geral, mais graves e acompanhadas de crises cambiais nos PED. Ilustram este resultado as seguintes experiências: EUA, Espanha, Japão e países nórdicos, entre os PD, e

Argentina, Uruguai, Chile, México, Venezuela, Coréia do Sul, Tailândia, Indonésia, Filipinas e Turquia, no grupo dos PED.⁷

Os defensores do modelo de liberalização apontam quatro fontes básicas de geração de crises de liberalização (World Bank, 1989, p. 127-128; McKinnon, 1993, ch. 1-2; Fry, 1995, ch. 19; Agénor e Montiel, 1999, ch. 20):

- a. desequilíbrios macroeconômicos *prévios* à implementação da reforma financeira;
- b. má gestão da política macroeconômica durante o processo de liberalização, mantendo o quadro de desequilíbrio macroeconômico ou dando origem a ele;
- c. sobre-endividamento externo (*overborrowing syndrome*) – o que é um sub-produto do item anterior;
- d. precária supervisão da atividade financeira e do setor bancário, em particular.

Os dois primeiros fatores seriam os principais responsáveis pelo aumento *excessivo* da taxa real de juros (θ), presente na grande maioria das crises financeiras que se seguiram à liberalização. Sob elevado risco macroeconômico, o aumento de θ é liderado pelo aumento do risco embutido na taxa, em detrimento do retorno real esperado. Nestas condições θ tor-

.....
⁷ Sobre as experiências de liberalização financeira nos PD, vide: Cargill (1983); World Bank (1989, ch. 3 e 9); Edey e Hviding (1995); FDIC (1997); Cintra e Freitas (1998). Para os PED, vide: World Bank (1989, ch. 3 e 9); McKinnon (1993, ch. 3 e 6); Mathieson e Rojas-Suárez (1993); Fry (1995, ch. 16 e 19); Johnston *et al.* (1997).

na-se ineficiente como instrumento de alocação de recursos, criando uma tendência à “seleção adversa”, a partir da qual o risco é melhor remunerado que o retorno. Além disso, altas taxas reais de juros elevam os índices de inadimplência dos devedores, ampliando o risco de crédito dos bancos e, conseqüentemente, a propensão da economia a problemas bancários.

Outra fonte de crise de liberalização nos PED apontada por McKinnon (1993, ch. 10) é o fenômeno que denominou de *overborrowing syndrome*: endividamento externo “excessivo”, motivado pelo elevado diferencial de juros interno-externo dos primeiros anos de liberalização (em que as taxas domésticas se elevam), sem contrapartida nas *reais* necessidades de financiamento externo do país, medidas pelo déficit em conta corrente. Numa situação típica de *overborrowing*, os déficits em conta corrente são mais que proporcionalmente compensados por superávits na conta de capital, tornando o balanço de pagamentos superavitário.

Por parte dos devedores domésticos, o sobre-endividamento externo se justifica pela sua preferência (racional) por uma fonte de recursos mais barata que as disponíveis em moeda nacional. Nos primeiros anos da liberalização, os juros nominais (r) se elevam, tendendo a

superar o nível requerido pela condição de “paridade coberta”, ou seja: $r > (\theta_X + \beta_p)$, onde θ_X = taxa real de retorno dos ativos externos e β_p = risco-país, que embute as expectativas de inflação e desvalorização cambial, além de riscos de natureza política. Os potenciais credores externos, por sua vez, assim como os investidores domésticos, não percebem, rapidamente, o aumento de β_p , à medida em que os residentes se endividam em moeda estrangeira; assim, também consideram $r > (\theta_X + \beta_p)$. Nos países onde B_p é, de fato, reduzido no início do processo de liberalização – como nas experiências do Chile e Coréia do Sul nos anos 1980, por exemplo – o fenômeno do sobre-endividamento é ainda mais acentuado, já que a condição $r > (\theta_X + \beta_p)$ é, sucessivamente, confirmada nos primeiros anos da liberalização, sustentando a “miopia” dos investidores externos (McKinnon, 1993, p. 115).

Os sucessivos superávits no balanço de pagamentos, gerados pelo sobre-endividamento, criam dificuldades para a política monetária:⁸

- a. nos regimes de câmbio flexível, apreciam-se as taxas nominal e real de câmbio (admitindo-se que não haja deflação): isto compromete os saldos comerciais do país, gera expectativas de desva-

.....
⁸ Os problemas impostos à política monetária sob elevada mobilidade de capital são discutidos em Hermann (1999).

- lorizações posteriores e instabiliza o mercado cambial;
- b. nos regimes de câmbio fixo ou semi-fixo, a aquisição das divisas pelo banco central expande *excessivamente* a base monetária – já que a demanda doméstica por moeda não acompanha o ingresso de capital – dificultando o necessário controle da demanda agregada nos primeiros anos da liberalização;
 - c. a alternativa de esterilização da expansão monetária pela colocação de dívida pública no mercado, compromete o equilíbrio fiscal no futuro próximo.

Em todos os casos, eleva-se β_p e, conseqüentemente, o risco de exposição do país a ataques especulativos. Nos casos em que o capital externo concentra-se (ou tem elevado peso relativo) no passivo do sistema bancário, além de uma crise cambial, este quadro pode precipitar uma crise bancária de grandes proporções – como se viu, recentemente, no México (1994-1995), na Argentina (1995-1996) e no sudeste asiático (1997-1998).

Ainda que o governo seja hábil na administração monetária de curto prazo, o sobre-endividamento, a médio prazo, eleva substancialmente as despesas do país com serviços de fatores (juros e

remessas de lucro). Aliado aos déficits comerciais, característicos dos primeiros anos da liberalização comercial (que, em todos os casos, precede a liberalização financeira), isso conduz a déficits crescentes na conta corrente do balanço de pagamentos, ampliando o risco de uma crise cambial.

Por fim, na presença ou não de desequilíbrios macroeconômicos prévios e sobre-endividamento, crises de liberalização podem refletir uma estrutura precária de supervisão e controle do risco da atividade bancária, erroneamente “compensada” por mecanismos formais ou informais de socorro de liquidez pelo banco central. Esta tem sido apontada como a principal causa de crises de liberalização nos PD (McKinnon, 1993, p. 91; Fry, 1995, ch. 19; FDIC, 1997; Drees e Pazarbasioglu, 1998). A liberalização financeira eleva as taxas de juros (nominais e reais) e cria novas oportunidades de negócios em mercados antes vetados ou fortemente regulamentados. Estes efeitos tendem a tornar os bancos, bem como os investidores não-bancários, mais otimistas com relação às perspectivas de retorno dos investimentos e, assim, mais propensos ao risco. Neste processo, eleva-se o grau de exposição dos bancos aos riscos de taxa de juros, de

liquidez e de mercado, à medida em que ampliam suas operações nos mercados monetário e de capitais. O risco de crédito também é ampliado, pelo aumento expressivo e generalizado do volume de empréstimos e pela eventual concentração destes nos novos setores recém-liberados – e, por isto mesmo, pouco conhecidos para os bancos.

Na ausência de uma regulamentação prudencial, capaz de disciplinar a exposição do sistema bancário aos riscos de um mercado liberalizado, os bancos centrais vêem-se, praticamente, forçados a assumir uma postura passiva no mercado interbancário, concedendo empréstimos de última instância a bancos que se vejam, eventualmente, em dificuldades, por terem suas expectativas (otimistas) de receita frustradas.⁹ Agindo desta forma, a autoridade monetária evita, por algum tempo, o contágio de outras instituições financeiras e, por conseguinte, a conversão de um problema localizado de liquidez em uma crise bancária sistêmica. No entanto, tal conduta envolve um grau elevado de “risco moral”, que pavimentam o caminho da crise bancária: o baixo risco de liquidez proporcionado pela condescendência do banco central estimula os bancos a assumirem elevados riscos de crédito, no intuito de explorar as no-

vas e, supostamente, melhores oportunidades de retorno geradas pela liberalização financeira.

Em suma, com β_p previamente elevado ou se elevando em decorrência da liberalização, crises bancárias e cambiais podem ser desencadeadas por qualquer choque de oferta ou de demanda que afete negativamente as expectativas dos agentes (domésticos e estrangeiros) quanto às condições de retorno-risco dos ativos no país em questão. O argumento parece, à primeira vista, semelhante ao de alguns críticos (de filiação keynesiana) do modelo de liberalização, que apontam o elevado grau de risco financeiro e macro-econômico como a principal contraindicação da política de liberalização.

No enfoque novo-keynesiano (Stiglitz, 1994) este risco é atribuído a “falhas de mercado”, decorrentes, no caso do mercado de crédito, à assimetria de informação que o caracteriza: não sendo capazes de distinguir os diferentes graus de risco de crédito dos diversos projetos que financiam, os bancos “se defendem” fixando um teto para a taxa de juros e, concomitantemente, um volume de crédito máximo, que atenda à rentabilidade esperada a partir desta taxa – ou seja, racionando o crédito. Com isto, limitam seu grau de exposição a riscos,

.....
⁹ Esta é uma interpretação corrente da conduta do Fed nos anos 1970-1980, que levou à crise bancária (e das associações de poupança e empréstimo) nos EUA entre fins da década de 1980 e início da de 1990.

porque associam taxas de juros mais elevadas com riscos de crédito maiores. A política de liberalização teria a vantagem *inicial* de ampliar a demanda de crédito e, com ela, o lucro esperado pelos bancos. O risco financeiro aumenta na medida que, neste contexto mais promissor, os bancos tornam-se mais propensos a riscos, o que, no modelo de racionamento de crédito, se traduz por um aumento do teto de juros. Assim, a expansão do crédito que se segue à política de liberalização vêm, neste enfoque, necessariamente, acompanhada de aumento do risco de crédito dos bancos e, por extensão, da economia.

No enfoque pós-keynesiano (Stuart, 1995, ch. 5; Arestis e Demetriades, 1997), em vez da assimetria de informação, enfatiza-se a incerteza inerente ao mercado de ativos – e não só ao mercado de crédito – já que este lida com direitos sobre rendas futuras. Também aqui, os agentes desenvolvem estratégias defensivas como:

- a. a fixação de contratos, que permitem melhorar as previsões de preços e quantidades – mas que não eliminam o risco de avaliações erradas do mercado;
- b. o que Keynes (1985) chamou de “comportamento convencional”, que consiste em tentar seguir de

perto o comportamento do conjunto do mercado, de modo a reduzir as perdas decorrentes de eventuais erros de previsão;

- c. a preferência por liquidez, que garante ao investidor a posse de riqueza na forma geral.

As duas últimas são consideradas as estratégias mais eficazes do ponto de vista individual, mas envolvem riscos elevados macroeconômicos. Deixado ao sabor das preferências individuais, o mercado financeiro expõe-se a dois tipos de riscos macroeconômicos:

- a. tendência à concentração das aplicações em ativos de alta liquidez (mais seguros), penalizando, sistematicamente, os investimentos em capital físico, que geram emprego e renda futura;
- b. o risco permanente de crises financeiras, resultantes do exercício do comportamento convencional em períodos de forte otimismo, que tendem a originar “bolhas especulativas”, ou pessimismo, que podem deflagrar crises de crédito e/ou deflação geral dos ativos.¹⁰

Em suma, nesses dois enfoques, os efeitos desfavoráveis da política de liberalização sobre a eficiência do merca-

.....
¹⁰ A crítica pós-keynesiana ao modelo de liberalização financeira envolve uma discussão teórica mais profunda que a aqui sumariada, voltada para as limitações da “hipótese de mercados eficientes” como conceito útil à interpretação do funcionamento dos mercados financeiros.

O desenvolvimento desta discussão foge aos objetivos deste artigo. Uma resenha a respeito pode ser encontrada em Hermann (2002, cap. 6). Para os argumentos pós-keynesianos nesta discussão, vide Kregel (1980), Stuart (1995-1996) e Glickman (1994).

do na alocação de recursos e, por extensão, sobre o investimento e o crescimento econômico contra-indicariam a liberalização financeira como política de desenvolvimento.

Nesta visão crítica, ainda que o aumento dos juros reais para níveis positivos seja entendido como meio de estímulo ao crescimento econômico, o aumento *permanente* do risco é apontado como uma consequência inevitável da liberalização. Em outros termos, sugere-se que, em economias cujo mercado financeiro opera de forma amplamente liberalizada, estabelece-se uma relação funcional do tipo $\partial\beta/\partial\theta > 0$. Nestas condições, admitindo-se válida uma relação $\partial g/\partial\beta > 0$, o efeito líquido da liberalização sobre o crescimento econômico a longo prazo seria negativo.

Na interpretação de McKinnon e dos demais adeptos do modelo de liberalização, no entanto, os níveis elevados de β e, portanto, as crises financeiras pós-liberalização não são atribuídos ao modelo de política financeira, mas sim a desequilíbrios macroeconômicos prévios ou produzidos pela má gestão fiscal e monetária.¹¹ Mais que isso, no caso dos PED, os desequilíbrios macroeconômicos causadores das crises de liberalização são in-

terpretados como herança da longa experiência de políticas keynesianas e de repressão financeira (Fry, 1995, ch. 19; Agénor e Montiel, 1999, ch. 18). Desta forma, as crises de liberalização seriam ainda um subproduto da política de repressão financeira. O aumento da propensão ao risco e do efetivo risco de crédito assumido pelas instituições financeiras, bem como o fenômeno do *overborrowing* externo, não seriam também *inerentes* ao modelo de liberalização financeira, mas apenas consequências – *evitáveis* – da má gestão da política monetária no que tange, respectivamente, à (desejada) expansão do crédito doméstico e aos fluxos de capital. Assim, ao contrário do que argumentam os críticos do modelo, alega-se aqui que as crises de liberalização seriam causadas por “falhas de governo”, e não por “falhas de mercado”.

Nesta visão, portanto, antes que um efeito capaz de justificar sua rejeição, as crises de liberalização tornam-se arma de defesa e refinamento do modelo de liberalização financeira, apontando o “caminho das pedras” para a adequação da política macroeconômica e do aparato regulatório do mercado financeiro às condições de operação de uma economia liberalizada. Estas propostas são detalhadas na Seção 5.2.

.....
¹¹ Drees e Pazarbasioglu (1998, p. 1) são explícitos quanto a este ponto em sua análise das crises pós-liberalização nos países nórdicos, atribuindo suas crises bancárias à erros de gestão da política financeira e macroeconômica.

5_ O modelo de liberalização financeira revisado

5.1_ O mecanismo de transmissão e a função-crescimento do “novo modelo”

Diante da fraqueza das evidências empíricas, bem como das crises bancárias e cambiais que se seguiram a diversas experiências de liberalização financeira, os defensores desta política incorporaram algumas críticas e reviram o modelo em dois aspectos principais (McKinnon, 1993; Fry, 1995, ch. 19; Fry, 1997, entre outros):

- a. o mecanismo de transmissão da relação θ - g , que é qualificado pela influência de outras variáveis – basicamente, indicadores de (des) equilíbrio macroeconômico;
- b. a própria função de crescimento, que é ampliada para incorporar F como variável independente de θ , bem como as demais variáveis apontadas no (novo) mecanismo de transmissão proposto.

A revisão da teoria do crescimento do modelo Shaw-McKinnon parte da constatação de que os elos principais do mecanismo de transmissão do desenvolvimento financeiro a g são a taxa de investimento (γ) e, principalmente, a produtividade (ou eficiência) do capital (físico e humano), sintetizada na relação capital-produto (k):

Higher real deposit rates of interest had their major impact through increased investment efficiency (as measured by IOCRs [“incremental output-capital ratio”, o equivalente a $1/k$, em nossa notação]) rather than through increased investment or aggregate saving as a share of GDP. (McKinnon, 1993, p. 22).

Assim, as funções (5) e (6) permanecem válidas e a função (7) é, inicialmente, substituída por (McKinnon, 1993, p. 21):

$$g = g(\gamma, k), \quad q_\gamma > 0 \text{ e } q_k < 0 \quad (9)$$

Mantido o mecanismo de transmissão originalmente proposto no modelo Shaw-McKinnon, no qual F era função positiva de θ , voltaríamos à função (7). Sendo, porém, F independente de θ , a função de crescimento fica:

$$g = g(\theta, F), \quad g_\theta > 0 \text{ e } g_F > 0 \quad (10)$$

onde F é, agora, a variável responsável pela “vertente financeira” de (8) e θ sustenta apenas a “vertente real” deste mecanismo de transmissão. Esta é uma das qualificações da relação θ - g , que compõe a revisão do modelo: o papel de θ passa a ser, essencialmente, o de orientar os investimentos e as operações de financiamento que os viabilizam para os setores com maiores taxas de retorno, e não mais o de estimular, diretamente, os *volumes* de

poupança, crédito e investimento agregados. Contudo, como os empreendimentos de maior taxa de retorno prospectivo são também, normalmente, os que envolvem maior risco, a esta nova interpretação do papel de θ na função- g , corresponde uma visão mais ampla (que a anteriormente sugerida pela TFE) do papel do sistema financeiro no desenvolvimento econômico. Além de, simplesmente, repassar recursos dos poupadores aos investidores, às mais altas taxas de retorno possíveis – função que se materializa na expansão de F – sua importância se explica pela maior capacidade, quando comparado ao poupador individual, de administrar os riscos inerentes a uma carteira de ativos.

A vantagem comparativa das instituições financeiras decorre, essencialmente, de sua especialização e da economia de escala que caracteriza as atividades de coleta e processamento de informações sobre as condições de retorno e risco do mercado de ativos. Assim, a intermediação financeira contribui para o crescimento econômico, essencialmente, reduzindo o risco para o poupador final; com isto, incentiva a demanda por ativos de maior retorno-risco e eleva a produtividade da carteira de projetos de investimento financiados, reduzindo k .

A ênfase na função alocativa de θ requer uma segunda qualificação da relação θ - g : seu resultado depende da composição de θ em termos de taxa básica de retorno (θ_B) e taxa de risco (β) ou, alternativamente, em termos de taxa nominal de juros (r) e inflação esperada (π^e): $\theta = (\theta_B + \beta) = (r - \pi^e)$. Uma taxa θ positiva e elevada pode refletir alta taxa de retorno e eficiência do capital, se θ_B predomina sobre β , ou elevado grau de risco do mercado financeiro e, portanto, da economia, se β é a variável predominante. Apenas no primeiro caso a relação θ - g geraria os efeitos esperados no modelo Shaw-McKinnon. No segundo, como o risco inibe o crédito e a própria demanda de investimentos, a mesma taxa θ geraria uma taxa de crescimento baixa, ou mesmo negativa. Assim, a taxa de retorno que, a rigor, tem forte relação positiva com o crescimento econômico é a taxa básica θ_B . No entanto, não sendo possível isolar o componente β nos testes empíricos da relação θ - g , seus resultados exigem uma qualificação posterior.

Considerando que, em um mercado eficiente, θ_B tem um limite superior dado pela capacidade de geração de lucro pelo capital – limitada pela extensão e possível saturação do mercado, bem

como pelo estado da técnica – pode-se afirmar que, em geral, taxas reais de juros muito elevadas refletem, predominantemente, elevado grau de risco do mercado. Assim, a relação θ - g teria a forma de um “U” invertido (De Gregorio e Guidotti, 1995; Fry, 1997), indicando que tanto taxas reais de juros muito baixas, quanto muito altas são prejudiciais ao crescimento: no primeiro caso, porque o retorno real θ_B fica comprometido e, com ele, a demanda por ativos de maior retorno-risco; no segundo, esta demanda seria limitada pelo elevado valor de β .

O mesmo raciocínio é válido para economias com elevada taxa de inflação, efetiva e esperada. Neste caso, se vigora uma política de repressão financeira, r não se ajusta para compensar π e π^e , tornando θ baixa ou negativa e comprometendo o crescimento. Se o mercado opera de forma “eficiente”, r se eleva além de π^e , garantindo θ positiva; isto, porém, não garante um efeito positivo sobre a taxa de crescimento, porque π^e elevada, assim como β , inibe a poupança, o crédito e a demanda por investimentos. De acordo com esses argumentos, a função- g deve ser ampliada para:

$$g = g(\theta, F, \beta, \pi, \pi^e), \quad (11)$$

$$g_\theta > 0; g_F > 0; g_\beta < 0; g_\pi < 0; g_{\pi^e} < 0$$

Na forma (11), embora não se elimine a taxa real de juros como argumento da função – mantendo-se, portanto, o núcleo da teoria original do modelo Shaw-McKinnon – reduz-se sensivelmente seu peso na explicação do crescimento econômico. A importância de θ é reduzida não só pela inclusão de novas variáveis, mas também porque a maior parte dos testes econométricos, como vimos, sugeriram que, em (11), $g_F > g_\theta$ e $g_\pi > g_\theta$.¹²

A função (10) é também útil para esclarecer a interpretação do modelo para as “crises de liberalização”. Em todas essas experiências, a desregulamentação financeira teria promovido o aumento de θ e F – como se requer, nesta visão, para estimular o crescimento. Contudo, na presença de desequilíbrios macroeconômicos prévios e/ou de precários sistemas de controle prudencial de riscos e de supervisão bancária, o aumento de θ e F foi acompanhado do aumento simultâneo de β , π e π^e ou da manutenção destes indicadores em níveis elevados. Isto teria comprometido duplamente os benefícios da liberalização financeira:

- a. pelos efeitos negativos diretos destas variáveis sobre o crescimento econômico;
- b. por seus efeitos indiretos, à medida em que níveis elevados de β , π e π^e são incorporados a θ , am-

.....
¹² Sobre a relação empírica π - g , vide De Gregorio (1993) e Fry (1995, p. 185 e ch. 10).

pliando perigosamente o risco de crédito a que se expõem as instituições financeiras.

5.2_ A política financeira do “novo modelo”: seqüenciamento e viés macroeconômico

A interpretação das crises de liberalização como resultado de falhas da política macroeconômica sustenta dois importantes refinamentos da política financeira prescrita no modelo Shaw-McKinnon: a ampliação do escopo e o seqüenciamento da política de liberalização. Neste novo enfoque, a estabilização macroeconômica ganha importância e prioridade na seqüência de medidas que devem compor a política financeira:

“How fiscal, monetary and foreign exchange policies are sequenced is of critical importance. (...) [T]here is an ‘optimal’ order of economic liberalization, which may vary for different liberalizing economies depending on their initial conditions (...).”

(McKinnon, 1993, p. 4, aspas do original).

O critério básico de ordenação é o de antepor a estabilização macroeconômica às medidas de liberalização financeira propriamente dita e o objetivo central é evitar o aumento excessivo dos juros reais e dos riscos bancário e cambial associados ao processo de liberalização. Idealmente, a “ordem da liberalização”

seguiria um roteiro semelhante ao descrito abaixo (World Bank, 1989, p. 127-128; McKinnon, 1993, ch. 2-3; Fry, 1995, ch. 19; Agénor e Montiel, 1999, ch. 20).

Primeira etapa: estabilização macroeconômica

1. *Ajuste fiscal*, visto como pré-condição para a estabilização monetária e para a liberalização financeira. Como coadjuvante da política de liberalização, o ajuste fiscal deve ser comandado pela reconstrução do sistema tributário, de modo a viabilizar o orçamento público na ausência das receitas extraordinárias geradas pela repressão financeira. Paralelamente à reforma tributária, mas em ritmo mais lento, deve ser iniciado um programa de privatização, de modo a reduzir as despesas governamentais – e, conseqüentemente, a necessidade de arrecadação – ao mínimo necessário ao cumprimento das chamadas “funções típicas de governo”.
2. *Estabilização monetária*, visando reduzir a taxa de inflação a níveis capazes de eliminar o componente π^e da formação dos juros e da taxa de câmbio nominais.
3. *Reforma do modelo de política monetária*, em dois sentidos: a) substituição

do antigo conjunto de instrumentos intervencionistas (reservas compulsórias, impostos e regulação do crédito privado) por instrumentos convencionais de controle da liquidez (operações de mercado aberto e redesconto); b) instituição da estabilidade de preços como único objetivo da política monetária, eliminando, assim, o *trade off* característico da Curva de Phillips keynesiana.

Segunda etapa: medidas de liberalização financeira de implementação rápida

4. *Liberalização do mercado de capitais*, visando estimular a via do financiamento direto e, assim, conter a tendência dos bancos ao aumento excessivo dos juros no início do processo de liberalização, enquanto os riscos β e π não são reduzidos.
5. *Liberalização cambial*: imediata unificação das taxas de câmbio (onde ainda vigore algum tipo de sistema de câmbio múltiplo), de modo a ampliar a liquidez e a transparência do mercado de divisas. A flexibilização do regime cambial (onde vigorem regimes de câmbio fixo) é também recomendada, tão logo tenha sido cumprida a etapa de estabilização macroeconômica.

Terceira etapa: política financeira de médio prazo (de implementação ou efeito gradual)

6. *Liberalização bancária gradual e condicionada* ao comportamento do grau de risco financeiro e macroeconômico da economia em questão. Sob condições iniciais de elevados β , π e π^e , a liberação das taxas nominais de juros deve ser gradual e parcial: tetos de juros podem ser necessários para alguns tipos de operação, de maior risco, desde que garantam a manutenção de θ em níveis positivos e ainda atraentes para o poupador. A manutenção de linhas de crédito especiais (públicas, subsidiadas) e de controles legais sobre as áreas de atuação dos bancos, da mesma forma, pode ser um importante instrumento de controle do risco do mercado bancário, bem como de compensação para o eventual racionamento de crédito pelos bancos privados, enquanto β e π não são adequadamente reduzidos pela política macroeconômica.
7. *Reforço (ou criação) dos mecanismos de supervisão bancária*, visando controlar os riscos de crédito, de liquidez, de taxa de juros e de câmbio, que são ampliados nos mer-

cados liberalizados. O gradualismo na implementação destas medidas é importante para evitar uma crise de liquidez no sistema bancário, decorrente do cumprimento das exigências de (maiores) provisões contra riscos.

8. *Reestruturação patrimonial do setor bancário*, com base em três linhas de medidas: a) privatização dos bancos públicos, vistos como menos eficientes e rentáveis que os privados; b) liquidação dos bancos privados com elevada participação de ativos de difícil recuperação (a serem identificados pelo novo sistema de supervisão bancária), e/ ou criação de programas de incentivo à sua absorção por instituições privadas mais sólidas; c) política de estímulo à concorrência no setor bancário, através da abertura à entrada de bancos estrangeiros e de exigências de maior transparência nas condições de operação dos bancos existentes. Além de visar ao aumento da eficiência, a recomendação de estímulo à concorrência é motivada pela análise de experiências recentes, mostrando que os

países onde a liberalização foi seguida de forte aumento de θ eram, em geral, caracterizados por mercados bancários oligopolizados (além de níveis elevados de β e π).

9. *Liberalização da conta de capital*: este deve ser o último passo do programa, para evitar aumento da fragilidade externa no período de abertura comercial e liberalização financeira. O investimento externo direto e as emissões de longo prazo no mercado de capitais devem ser privilegiados como fontes de financiamento dos déficits em conta corrente nos primeiros anos de liberalização. Os demais tipos de fluxo de capital devem ser mantidos sob controle, via impostos, recolhimentos compulsórios e/ou exigências de prazo mínimo de permanência (“quarentena”) nesse período inicial. Tais controles visam conter a tendência ao sobre-endividamento externo e interno e, com ele, o risco cambial e bancário.

6_ Sumário e conclusões

O artigo examinou a evolução e alterações que sofreu o modelo de liberalização financeira nos últimos vinte anos (décadas de 80 e 90), em decorrência dos resultados dos testes econométricos do modelo Shaw-McKinnon, bem como da experiência recente de PD e PED com a política de liberalização. No plano econométrico, os resultados obtidos para as relações θ - δ , δ - B^D , θ - F , F - g e θ - g revelam, na grande maioria dos testes, fraco poder explicativo das variáveis θ (taxa real de juros) e δ (taxa de poupança agregada) no processo de crescimento e, por conseguinte, das relações teóricas fundamentais do modelo Shaw-McKinnon. Isto exigiu uma revisão do mecanismo de transmissão expresso em (8) e sua substituição pela função de crescimento (11).

No que tange às experiências concretas de PD e PED, o principal desafio à teoria original de Shaw e McKinnon foram as crises bancárias e/ou cambiais que, na maioria dos casos, se seguiram à implementação da política de liberalização financeira. Essas experiências conduziram a três tipos de revisão no modelo original:

- a. a proposta de seqüenciamento e, portanto, de gradualismo na implementação da reforma financeira;
- b. a complementação da política de liberalização com medidas de controle prudencial do risco a que se expõem as instituições financeiras;
- c. a extensão da política financeira para o campo da política macroeconômica.

No campo da política financeira propriamente dita, a novidade da “moderna teoria” é o gradualismo da liberalização, visando evitar as crises financeiras. Contudo, as experiências dos EUA e dos PED asiáticos (da Coreia, em especial) demonstram que o gradualismo não é garantia de imunização contra as crises de liberalização. Embora tenha se estendido por mais de uma década, a política de liberalização financeira nestes países foi seguida de crises bancárias, tal como na maioria dos PED latino-americanos, que implementaram a política em poucos anos.

Os mecanismos de supervisão e controle preventivo do risco, da mesma forma, são falíveis. Como observa a FDIC, em estudo sobre as falências bancárias nos EUA nos anos 1980:

Bank regulation can limit the scope and cost of bank failures but is unlikely to prevent failures that have systemic causes. (...) The ability of regulators to curb excessive risk taking on the part of currently healthy banks was (and continues to be)

limited by the problem of identifying risky activities before they produce serious losses and by competing public policy objectives. (FDIC, 1997, p. 83-84, destaques acrescentados).

A extensão da política de liberalização para o campo macroeconômico, por fim, reflete a constatação de que, após a desregulamentação, a manutenção de um quadro de estabilidade econômica exige mais que a harmonização de princípios de “saúde financeira” e supervisão do setor. A convergência estrutural e o elevado grau de abertura dos sistemas financeiros tornaram os mercados nacionais e internacional de ativos altamente sensíveis à performance macroeconômica dos países membros do “mercado global”, já que esta é um elemento-chave na determinação do curso dos juros, das taxas de câmbio e dos preços dos ativos no futuro próximo.

Assim, quanto aos fatores explicativos do desenvolvimento financeiro e do crescimento a longo prazo, a versão moderna do modelo de liberalização financeira propõe uma radical mudança de foco, substituindo os preços relativos (sintetizados na taxa θ) pelo contexto macroeconômico, representado pelos indicadores de inflação e risco-país. Mais que isto, o novo modelo faz uma verdadeira autocrítica, admitindo que, depen-

dendo desse contexto, algum grau de repressão financeira pode ser necessário, e mesmo benéfico, ao desenvolvimento financeiro. Nas palavras de um dos pais e, até hoje, forte defensor do modelo:

If the price level is stable, higher real deposit rates of interest can be sustained with minimal risk. Indeed, robust real financial growth may be possible even when the government is intervening to set ceilings on deposit and loan rates of interest in the monetary system. On the other hand, when price inflation is high and unpredictable, having to offset it with high nominal interest rates can be very risky – particularly when interest rates are completely decontrolled and bank supervision is lax.

(McKinnon, 1993, p. 31, destaques acrescentados).

O ponto central do novo modelo é a manutenção de *permanente* equilíbrio macroeconômico. Este cumpre a função crucial de manter os indicadores π (inflação) e β_p (risco-país) em níveis baixos, de modo a garantir condições seguras de expansão do crédito (F) e da própria taxa de crescimento (g). Contudo, reconhecendo-se que, por maior que seja a habilidade técnica e a vontade política do governo, a manutenção de *permanente* estabilidade macroeconômica é uma empreitada falível (já que economias de mer-

cado são, inevitavelmente, sujeitas a choques), a preservação de algum grau de “repressão financeira” passa a ser vista, no enfoque atual, como uma estratégia mais segura que a completa liberalização. Tal estratégia seria particularmente indicada para os PED, onde, tradicionalmente, as taxas de risco são superiores às atribuídas, em média, aos PD:

These experiences [de liberalização financeira em PD e PED] suggest that the benefits of financial liberalization may have to be weighted against the cost of increased financial fragility, and some prominent voices in the policy debate have taken the view that some degree of financial regulation is preferable to premature liberalization in developing countries (...).

(Demirgüç-Kunt e Detragiache, 1998, p. 5).

A diferença essencial entre as versões “antiga” e “moderna” é quanto ao modelo de regulamentação financeira proposto, que enfatiza o controle prudencial do risco, buscando evitar a via do controle de preços. De todo modo, o controle prudencial requer a imposição de limites quantitativos a operações específicas. Assim, mesmo na ausência de controles de preços, o novo modelo de liberalização é forçado a admitir a necessidade de algum grau de intervenção do governo na liberdade de escolha das ins-

tuições financeiras quanto à composição de seus *portfolios*, tal como sustenta a crítica keynesiana. Outra proposta keynesiana incorporada à nova versão é, como vimos, a manutenção de linhas de crédito público em economias sujeitas a elevado risco macroeconômico. No entanto, dado que a elevação desse risco nem sempre pode ser prevista e que a política de crédito público requer tempo para ser implementada, conclui-se que a estratégia de menor risco macroeconômico é a manutenção de uma infra-estrutura pública permanente. Isto sugere que a privatização dos serviços bancários não deve ser completa.

Em suma, diante do fracasso evidente do modelo de liberalização, tanto no campo teórico, quanto empírico, seus defensores parecem tentar uma “saída honrosa” propondo uma “nova teoria” que, na prática, significa sua rendição ao que, há tempos, vem sendo defendido no enfoque (crítico) keynesiano.

Referências bibliográficas

- AGÉNOR, P.; MONTIEL, P. J. *Development macroeconomics*. 2nd ed. New Jersey: Princeton University Press, 1999.
- ARESTIS, P.; DEMETRIADES, P. Financial development and economic growth: assessing the evidence. *The Economic Journal*, n. 107, p. 783-799, May 1997.
- ASIAN DEVELOPMENT BANK. *Domestic resource mobilization through financial development*. Manila: Asian Development Bank, Economics Office, Feb. 1984.
- BALASSA, B. The effects of interest rates on savings in developing countries. *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, n. 172, p. 101-117, Mar. 1990.
- BENCIVENGA, V. R.; SMITH, B. D. Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies*, n. 58, p. 195-209, Apr. 1991.
- BOSKIN, M. J. Taxation, saving, and the rate of interest. *Journal of Political Economy*, n. 86, p. 3-27, Apr. 1978.
- CARGILL, T. *Money, the financial system and monetary policy*. Prentice-Hall, 1983.
- CHAMLEY, C.; HUSSAIN, Q. The effects of financial liberalization in Thailand, Indonesia, and Phillipines. *World Bank Working Papers*, n. 125, Oct. 1988.
- CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: FAPESP/FUNDAP, 1998.
- DE GREGORIO, J. Inflation, taxation and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*, v. 31, p. 271-298, June 1993.
- DE GREGORIO, J.; GUIDOTTI, P. E. Financial development and economic growth. *World Development*, v. 23, p. 433-448, Mar. 1995.
- DE MELO, J.; TYBOUT, J. R. The effects of financial liberalization on savings and investment in Uruguay. *Economic Development and Cultural Change*, v. 34, n. 3, p. 561-587, Apr. 1986.
- DEMETRIADES, P.; LUINTEL, K. Financial development, economic growth and banking sector controls: evidence from india. *Economic Journal*, v. 106, p. 359-374, 1996.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A.; DETRAGIACHE, E. Financial liberalization and financial fragility. *IMF Working Paper 98/83*, June 1998.
- DOMAR, E. D. *Essays in the theory of economic growth*. Oxford University Press, 1957.
- DREES, B.; PAZARBASIOGLU, C. The nordic banking crises: pitfalls in financial liberalization? *IMF Occasional Paper 161*, Apr. 1998.
- EDEY, M.; HVIDING, K. An assessment of financial reform in oecd countries. *OECD Working Papers 154*, 1995.
- FDIC. FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION. *History of the eighties*, v. 1. FDIC, 1997. Web Site: <www.fdic.gov/bank/historical>.
- FRY, Maxwell J. Money and capital or financial deepening in economic development? *Journal Of Money, Credit and Banking*, v. 10, n. 4, p. 464-475, Nov. 1978.
- FRY, Maxwell J. Domestic resource mobilization in developing asia: four policy issues. *Asian Development Review*, v. 9, n. 1, p. 15-39, 1991.
- FRY, Maxwell J. *Money, interest and banking in economic development*. 2nd ed. London: The John Hopkins University Press, 1995.
- FRY, Maxwell J. In favour of financial liberalisation. *The Economic Journal*, v. 107, p. 754-770, May. 1997.
- FRY, Maxwell J.; MASON, A. The variable rate of growth effect in the life-cycle saving model: children, capital inflows, interest and growth in a new specification of the life-cycle model applied to seven asian developing countries. *Economic Inquiry*, v. 20, p. 426-442, July, 1982.
- GILFASON, T. Interest rates, inflation, and the aggregate consumption function. *Review of Economics and Statistics*, v. 63, p. 233-245. May. 1981.
- GIOVANINI, A. Saving and the real interest rate in Ldcs. *Journal of Development Economics*, v. 18, p. 197-217, Aug. 1985.
- GIOVANINI, A.; DE MELO, M. Government revenue from financial repression. *American Economic Review*, v. 83, p. 953-963, Sep. 1993.

- GLICKMAN, M. The concept of information, intractable uncertainty, and the current state of the 'efficient markets' theory: a post-keynesian view. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 16, n. 3, p. 325-349, Spring 1994.
- GUPTA, K. L. Financial intermediation, interest rate and the structure of savings: evidence from Asia. *Journal of Economic Development*, v. 9, p. 7-24, July 1984.
- GUPTA, K. L. Aggregate savings, financial intermediation, and interest rate. *Review of Economics and Statistics*, v. 69, n. 2, p. 303-311, May 1987.
- GURLEY, J.; Shaw, E. Financial aspects of economic development. *American Economic Review*, v. 14, n. 4, p. 515-538, Sep. 1955.
- HARROD, R. F. *Towards a Dynamic Economics*. London: Macmillan, 1948.
- HERMANN, J. Acoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade de capital: alcance, limites e soluções. *Estudos Econômicos*, v. 29, n. 4, p. 475-511, out.-dez. 1999.
- HERMANN, J. *Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*. 2002. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.
- JOHNSTON, R. B.; DARBAR, S. M.; ECHEVERRIA, C. Sequencing capital account liberalization: lessons from the experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand. *IMF Working Paper 97/157*, Nov. 1997.
- KALDOR, N. Alternative theories of distribution. *The Review of Economic Studies*, p. 83-100, 1955-1956.
- KING, R. G.; LEVINE, R. Finance and growth: schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, v. 108, p. 717-737, 1993.
- KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Abril Cultural, 1985.
- KHAN, M. S.; VILLANUEVA, D. Macroeconomic policies and long-term growth: a conceptual and empirical review. Washington D. C.: *IMF Working Papers 92/28*, Mar. 1991.
- KREGEL, Jan. Markets and institutions as features of a capitalistic production system. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 3, n. 1, p. 32-48, Fall 1980.
- LANYI, A.; SARACOGLU, R. The importance of interest rates in developing economies. *Finance and Development*, v. 20, n. 2, p. 20-23, June 1983.
- LEVINE, Ross. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, v. 35, p. 688-726, June 1997.
- MATHIESON, D. J.; Rojas-Suárez, L. Liberalization on the capital account: experiences and issues. *IMF Working Paper 46*, 1993.
- MCKINNON, R. *Money and capital in economic development*. Brookings Institution, 1973.
- MCKINNON, R. *The order of economic liberalization*. 2nd ed. London: The Johns Hopkins University Press, 1993.
- MEADE, J. E. *A neoclassical theory of economic growth*. London: Oxford University Press, 1961.
- MIKESELL, R. F.; ZINSER, J. E. The nature of the savings function in developing countries: a survey of the theoretical and empirical literature. *Journal of Economic Literature*, v. 11, n. 1, p. 1-26, Mar. 1973.
- OGAKI, M.; OSTRY, J.; REINHART, C. M. Saving behavior in low-and middle-income developing countries: a comparison. *IMF Staff Papers 43*, p. 38-71, Mar. 1996.
- PASINETTI, L. L. *Crescimento e distribuição de renda: ensaios de teoria econômica*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1979.
- RITENBERG, L. Financial liberalization and savings in Turkey. In: NAS, T. F.; ODEKON, M. (Eds.). *Liberalization and the Turkish economy*. Westport: Greenwood Press, p. 115-127, 1988.
- ROSSI, N. Government spending, the real interest rate, and the behavior of liquidity-constrained consumers in developing countries. *IMF Staff Papers 35*, p. 104-140, Mar. 1988.
- ROUBINI, N.; SALA-I-MARTIN, X. Financial repression and economic growth. *Journal of Development Economics*, v. 39, p. 5-30, 1992.
- SCHUMPETER, J. A. *A teoria do desenvolvimento econômico*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- SHAW, E. S. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University, 1973.
- SOLOW, R. M. A contribution to the theory of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 65-94, 1956.
- STIGLITZ, G. The role of the state in financial markets. *Proceedings of the World Bank annual conference on development economics 1993*. 1994.
- STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, n. 71, p. 353-376, June, 1981.
- STUDART, R. *Investment finance in economic development*. London and New York: Routledge, 1995.
- STUDART, R. The efficiency of financial system, liberalisation and economic development. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 18, n. 2, p. 265-289, Winter 1995-1996.

SWAN, T. Economic growth and capital accumulation. *The Economic Record*, p. 334-361, 1956.

TOBIN, J. Liquidity preference as behavior toward risk. *The Review of Economic Studies*, v. 25, n. 2, p. 65-86, Feb. 1958.

TOBIN, J. Monetary policies and the economy: the transmission mechanism. *Southern Economic Journal*, v. 44, n. 3, p. 421-431, January 1978.

WILLIAMSON, Jeffrey G. Personal saving in developing nations: an intertemporal cross-section estimate for Asia. *The Economic Record*, v. 44, p. 194-210, 1968.

WORLD BANK. *World Development Report 1989*. New York: Oxford University Press for the World Bank, 1989.

.....
* E-mail de contato da autora:
* jennifer@connection.com.br
*
.....