

A baixa liquidez monetária e os entraves do financiamento de longo prazo

Marília Ceci Cubero – Unicamp, Instituto de Economia – mariliaceci@gmail.com

Resumo:

Este artigo baseia-se na hipótese de que as moedas emitidas por países periféricos não exercem suas funções clássicas em âmbito internacional e exercem insatisfatoriamente a função reserva de valor em âmbito doméstico. Da baixa liquidez monetária e do comportamento dos fluxos internacionais de capital surgem os entraves estruturais e conjunturais para a realização do financiamento de longo prazo, cuja manifestação mais concreta se coloca no comportamento peculiar das taxas de juros e câmbio. Utilizando três arcabouços conceituais - a teoria do *finance-funding*, a hierarquia de moedas e o os fluxos internacionais de capital – procuramos organizar uma cadeia de raciocínio, elegendo alguns elementos centrais para a compreensão das características do financiamento de longo prazo em países periféricos, com ênfase nas especificidades do caso brasileiro.

Palavras-chave: financiamento, liquidez, hierarquia de moedas, fluxos de capitais;

1. Introdução:

Keynes definiu, em sua Teoria Geral, a moeda como o ativo líquido de uma economia nacional. Pensando em termos das transações internacionais, todavia, as diferentes moedas nacionais vão apresentar distintos graus de liquidez. Nas últimas décadas, a liberalização e desregulamentação *financeira* promoveu uma estreita interligação entre os sistemas monetários e os mercados *financeiros* domésticos e uma forte expansão nos fluxos de capitais (CHESNAIS, 1996). Tais transformações impuseram novas questões para pensarmos as consequências da baixa liquidez monetária na realização do financiamento do desenvolvimento.

Uma moeda é considerada líquida quando é aceita como meio de pagamento internacional e “*sendo também unidade de conta e reserva de valor nesse mesmo âmbito, possibilitam a conversão da moeda entesourada em poder de compra ou de liquidação de contratos sem gerar perda alguma*” (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014, p.347). A depender da euforia do mercado ou do grau de aversão ao risco, os agentes econômicos vão escolher moedas mais ou menos líquidas para colocar o valor de seus ativos e exigir pela aplicação um retorno menor ou maior. Portanto, a capacidade de uma moeda exercer suas funções clássicas e, principalmente, a função reserva de valor, espelha seu grau de liquidez, um fator fundamental para os agentes aplicarem seus estoques de riqueza no longo prazo para a promoção do financiamento (CARVALHO, 1996).

Este artigo baseia-se na hipótese de que as moedas emitidas por países periféricos não exercem suas funções clássicas em âmbito internacional e exercem insatisfatoriamente a função reserva de valor em âmbito doméstico. A baixa liquidez monetária representa um entrave estrutural primordial à realização do financiamento de longo prazo, ao qual se somam os entraves conjunturais impostos pelo comportamento dos fluxos internacionais de capital, cuja manifestação mais concreta se coloca características peculiares das taxas de juros e câmbio.

Sob o olhar da teoria da preferência pela liquidez de Keynes, vamos utilizar três bases conceituais para este entendimento: a teoria do *finance-funding*, a hierarquia de moedas e o comportamento dos fluxos internacionais de capital. Este ensaio representa um esforço de conectar esses três arcabouços, elegendo alguns elementos centrais¹ na determinação das condições do financiamento de longo prazo. É uma tentativa de organizar uma cadeia de

¹ Este ensaio não tem a ambição de tratar de modo amplo todas as questões conceituais intrínsecas ao tema do financiamento. O recorte da análise é realizado priorizando os elementos que se conectam ao tema da preferência pela liquidez.

raciocínio que colabore para a elucidação de um tema complexo e fundamental para pensarmos o desenvolvimento econômico.

Após essa breve introdução, no tópico dois recuperamos a teoria keynesiana, procurando interligar a teoria da preferência pela liquidez e a teoria do *finance-funding*. Nos tópicos três e quatro trabalhamos os entraves estruturais e conjunturais ao financiamento no contexto das finanças globalizadas². A caracterização do Sistema Monetário Internacional (SMI), fazendo uso da concepção de hierarquia monetária, mostrará a inconvertibilidade monetária como um determinante estrutural para as dificuldades da realização do financiamento. Na sequência, procuramos apontar o comportamento fluxos internacionais de capital como um determinante conjuntural para instabilidade das variáveis macroeconômicas em países periféricos, geradores também de gargalos para a realização do financiamento. Estes três tópicos foram elaborados por meio da revisão bibliográfica específica, cujos estudos resultaram na elaboração de um quadro conceitual para compreensão dos entraves ao financiamento de longo prazo no Brasil, apresentado no tópico cinco. O sexto e último tópico conclui o artigo.

2. *Finance-funding* e a preferência pela liquidez:

O entendimento de Keynes sobre o financiamento do investimento aparece em cartas trocadas entre o autor e seus críticos após a publicação da Teoria Geral em 1936. Naquele momento, sua intenção era defender a teoria da preferência pela liquidez e, por conseguinte, seu conceito sobre a taxa de juros. Não obstante, foi além, apresentando a noção do *finance-funding* (KEYNES; 2010a, 2010b).

² Apesar do contexto das finanças globalizadas constituírem um importante elemento estrutural, que traz grandes impactos conjunturais, optamos por expor sua análise em segundo plano com a finalidade de simplificar a exposição.

Na elaboração de sua teoria para a taxa de juros, Keynes tem como questionamento as circunstâncias que levam os agentes econômicos abrirem mão de conservar sua parcela de renda não gasta em ativos não monetários, ou seja, abrir mão da forma líquida (e segura) por excelência. Tais circunstâncias envolvem a exigência de uma recompensa por se renunciar à liquidez da moeda, mais especificamente, o recebimento de um prêmio materializado na taxa de juro. Quanto maior for a demanda por liquidez da economia – seja para garantir despesas planejadas (para transação, especulação e *finance*) ou para dar segurança contra as incertezas do futuro (motivo precaução) – maior deverá ser a taxa de juro. Assim, a demanda por liquidez a fim de financiar o investimento (o *finance*) se une aos outros motivos - já apresentados na Teoria Geral - transação, especulação e precaução (CARVALHO, 2016).

Na interpretação tradicional, o *finance* e o *funding* aparecem como dois momentos distintos no processo de decisão do financiamento. No primeiro momento, o *finance* equivale ao crédito solicitado pelo empresário no intervalo entre o planejamento e a execução do investimento e, conseqüentemente, antes que a poupança correspondente se processe via multiplicador³ (KEYNES, 1937a, p.92). Aqui o setor bancário aparece antecipando a criação de crédito – em termos de um fluxo de recursos de curto prazo - correspondente à demanda do empresário investidor. Já no segundo momento, o *funding* descreve o processo do empresário investidor emitindo títulos de dívida no mercado de capitais, diretamente ou por intermédio de instituições *financeiras*, para consolidar seu passivo no longo prazo (PAULA, 2014). Sabido os efeitos do investimento para a economia, os agentes econômicos que

³ Uma vez que um gasto em investimento é detonado, a renda da comunidade vai se elevar no montante suficiente para gerar uma poupança ex post (CARVALHO, 1996). O efeito multiplicador deve ser entendido pelo incentivo ao gasto em consumo detonado pelo aumento da renda que foi gerada pela decisão de investimento. Ao final do processo, a renda vai ter aumentado o suficiente para que os indivíduos elevassem seu consumo numa proporção inferior ao aumento da renda, guardando o valor restante na forma de poupança. Portanto, é o financiamento do investimento que permite a geração de renda ex post através do efeito multiplicador, da qual a poupança agregada é um subproduto (STUDART, 1993).

formaram poupanças vão então procurar garantir o aumento de sua riqueza adquirindo os títulos emitidos pelos empresários, fechando o momento *funding* (CARVALHO, 1996).

Fica claro o papel ex post atribuído à poupança e a importância dos bancos pela sua capacidade de gerar liquidez emitindo crédito, permitindo que decisões de gastos fundamentais sejam tomadas para além da capacidade de recursos previamente acumulados. Por isso, Keynes afirmou: “o mercado de investimento pode tornar-se congestionado por causa da falta de liquidez, mas nunca se congestionará por falta de poupança”. (KEYNES, 2010a, p.96)

Também queremos destacar a contribuição de Carvalho (2016) ao interpretar o *finance-funding* como as duas faces da mesma decisão de financiamento. Desse ponto de vista, o *finance* corresponde à preocupação em como o empresário vai conseguir o dinheiro para realizar o investimento pretendido, travando uma relação íntima com as condições de liquidez do mercado. Em outras palavras, é uma demanda por dinheiro decorrente de motivos *financeiros*. É um problema da circulação monetária, pois nada mais é do que um fluxo de recursos para a aquisição de uma classe de bens, os quais podem ser bens de investimento. Em vista disso, continua não guardando relação nenhuma com a poupança, aqui entendida como um estoque de riqueza.

Já o *funding* equivale à preocupação do empresário sobre como estruturar seu balanço patrimonial a longo prazo, relacionando-se com um problema de finanças corporativas (CARVALHO, 2016, p.293). Dentre os seguidores de Keynes, Minsky (2008; 2011) teve uma contribuição fundamental para avançar no entendimento do *funding* ao apresentá-lo como um problema de emissão de passivos. Esclareceu que o conceito tem relação com a escolha de ativos e passivos que mantenham equilíbrio a longo prazo. Dito de outra forma, com a construção de um balanço patrimonial que minimize os custos e os riscos *financeiros* para a empresa. Mais concretamente, o empresário investidor terá de especular

se os ativos que adquiriu vão gerar um fluxo de caixa futuro suficiente para liquidar os passivos emitidos que financiaram sua compra. Carvalho (2016) também contribuiu para este entendimento, ao mostrar que a emissão de um passivo também guarda relação com o conceito de liquidez, já que o empresário vai precisar ter capacidade de pagar suas dívidas em suas datas de vencimento.

Quando Keynes escreveu, ele estava olhando especificamente para o sistema *financeiro* com as características institucionais vigentes na Inglaterra e nos EUA, por isso destacou o papel desempenhado pelo mercado de capitais na realização do financiamento de longo prazo. De acordo com Carvalho (1997, p.475-76), diferentes formas de organização do sistema *financeiro* podem dar origem a formas específicas que permitem a realização do *finance-funding*. Consequentemente, a estrutura institucional do tipo anglo-saxão não é um parâmetro para medirmos a funcionalidade do sistema *financeiro*, mas é uma das formas que este ambiente institucional pode adquirir (STUDART, 1993, p.112). Nesse sentido, as características histórico-institucionais de cada país acabam moldando em grande medida o desenvolvimento do sistema *financeiro*⁴.

Refletir sobre a dinâmica *financeira* de países periféricos é uma tarefa complexa. Propomos partir de um dos conceitos fundamentais de Keynes: não pode existir uma restrição ao investimento por falta de poupança⁵, entretanto isso pode acontecer pela elevada preferência por liquidez dos agentes econômicos.

⁴ Como exemplo podemos recorrer a taxonomia proposta por Zysman (1983), que divide o sistema *financeiro* em dois grandes grupos: um com base no mercado de capitais (*capital market-based system*) e um com base no crédito bancário (*credit-based financial system*). Autores como Hardie e Horward (2011) procuraram atualizar o instrumental teórico desenvolvido por Zysman, propondo o conceito de *market-based banking*, no qual os bancos têm protagonismo, mas passam a atuar com uma participação crescente no mercado de capitais.

⁵ Mais minuciosamente, é válido enfatizar que as restrições ao financiamento não surgem de questões quantitativas da poupança, mas de seu caráter qualitativo, que seja, a propensão dos agentes econômicos alocarem seus estoques de riqueza no longo prazo.

No próximo item, vamos procurar explicar os entraves ao financiamento do investimento em países periféricos como uma consequência da elevada preferência por liquidez, característica de economias cuja moeda doméstica apresenta baixa liquidez.

3. A hierarquia de moedas:

As trocas globais sempre ocorreram por meio de moedas nacionais, todavia a contínua expansão do comércio internacional encaminhou os países a convergirem no uso de uma (ou algumas) moeda (s) como referência (AGLIETTA, 1986). Não é nosso objetivo, nesse breve ensaio, avançar nos determinantes para a configuração do SMI⁶. Desejamos nos deter em sua forma hierarquizada, ou seja, nos diferentes graus de aceitação das moedas nacionais, correlacionado com a capacidade de exercerem suas funções clássicas – meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor (PRATES, 2002).

No centro do SMI está o dólar (a moeda-chave), a moeda mais utilizado em suas três funções internacionalmente⁷. No segundo nível, as chamadas moedas “convertíveis”, pois exercem em graus variados suas funções em âmbito internacional (como o euro, a libra esterlina e o iene japonês). A moeda-chave e as moedas convertíveis, características dos países centrais, são líquidas por definição ao exercerem suas funções clássicas a nível internacional. Na medida que essas moedas nacionais são usadas para além do seu espaço nacional, também podemos dizer que apresentam o caráter de divisa (AGLIETTA, 1986).

No terceiro e último nível encontramos as moedas inconvertíveis⁸, ou seja, que não desempenham nenhuma das três funções internacionalmente. Com isso, queremos dizer que

⁶ Para um aprofundamento ler DE CONTI, 2011.

⁷ Cujas hegemonia está assegurada atualmente pela dimensão do mercado *financeiro* doméstico dos EUA e a importância de suas instituições *financeiras* (BIANCARELLI et al., 2013)

⁸ Alinhado ao conceito aqui proposto de inconvertibilidade monetária, temos Eichengreen e Hausmann (2005), que tratam da questão a partir da hipótese do *original sin*. O pecado original (*original sin*) representa a incapacidade de um país endividar-se na sua própria moeda, no mercado internacional. A explicação para algumas moedas serem marcadas pelo *original sin* baseia-se na existência de uma hierarquia de moedas no SMI, logo a atributos do valor externo da moeda.

mercadorias, contratos ou ativos *financeiros* não são denominados nessas moedas (PRATES, 2002). Segue, as moedas periféricas são caracterizadas pela ausência de liquidez internacional e não constituem divisas em virtude de seu uso ficar limitado ao espaço nacional.

A inconvertibilidade se manifesta de modo diverso entre os países periféricos. Em alguns países a moeda emitida perde suas funções no plano internacional, no entanto, no plano doméstico, ela as mantém integralmente ou parcialmente. Em casos mais radicais, a moeda periférica também deixa de exercer suas funções no plano doméstico, transcorrendo a substituição da moeda nacional por uma moeda internacional. Na situação mais branda, a perda parcial em exercer suas funções recai principalmente na moeda enquanto reserva de valor (CARNEIRO, 2008).

Em síntese, argumentamos, as moedas periféricas não apresentam liquidez em âmbito internacional visto que não desempenha nenhuma de suas funções, e tem baixa liquidez em âmbito doméstico por desempenhar insatisfatória a função reserva de valor. Em especial, será sua “dificuldade em segurar valor” a principal explicação para o elevado grau de preferência pela liquidez característico dessas economias. São questões estruturais relacionadas à hierarquia o SMI.

De acordo com a teoria clássica da escolha de portfólio, a aquisição de um ativo é caracterizada pelo trade-off entre liquidez e rendimento. Em razão das moedas periféricas e os demais ativos denominados nelas não possuírem a mesma liquidez das moedas centrais, os agentes econômicos vão demandá-los basicamente pela busca de grandes rendimentos de caráter curto prazo (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014).

Como já mencionado, Keynes explicou a taxa de juro como um fenômeno monetário. Quanto maior a preferência por liquidez, maior precisará ser a taxa de juro para que os agentes econômicos optem por aplicar seus recursos em ativos de menor liquidez. Em função

da baixa liquidez das moedas periféricas, podemos deduzir um patamar elevado do juro para a remuneração de seus ativos. Entretanto, Keynes também mostrou a taxa de juro essencialmente como um atributo dos empréstimos monetários; ela quem determina as circunstâncias em que o crédito é oferecido. Por assim dizer, a mesma taxa que remunera a posição de baixa liquidez determina o custo para o agente que toma emprestado recursos líquidos para o financiamento do investimento (CUBERO, 2019).

Para compreender a determinação da taxa de juro de um país vamos recorrer à proposta de De Conti (2011), que parte das pistas fornecidas pela teoria da paridade descoberta das taxas de juros⁹, complementando-a com as implicações dos distintos graus de liquidez das moedas nacionais. O raciocínio será elaborado neste e no próximo tópico.

Seguindo a argumentação aqui proposta - a hierarquia monetária geradora de entraves estruturais ao financiamento expressos no elevado patamar da taxa de juro, vamos iniciar a análise com dois elementos determinantes juro doméstica: i) a taxa básica de juro da economia mundial e ii) o prêmio pago pela ausência de liquidez da moeda inconvertível¹⁰.

O país emissor da moeda-chave do SMI determina a taxa de juro básica da economia mundial. A moeda-chave constitui a forma mais geral de riqueza do sistema, em função disso serão as condições de sua posse a estabelecer os parâmetros para a busca de outras formas de riqueza (BELLUZZO, 1997). O fato explica a propriedade peculiar do país emissor da moeda-chave conseguir definir de modo independente sua taxa de juro e influenciar na determinação de todas as demais taxas de juros do sistema. Assim, a taxa de juro paga pelos títulos públicos emitidos no país da moeda-chave pode ser entendida como um prêmio pago pela baixa liquidez na dimensão doméstica (DE CONTI, 2011).

⁹ De acordo com o teorema da paridade descoberta da taxa de juro, a taxa de juro doméstica (i) deve ser igual a taxa de juro básica da economia mundial (i^*) somada ao risco-país (RP) e a expectativa de variação cambial entre a moeda de denominação do título e a moeda reserva (VC).

¹⁰ Este elemento foi desenvolvido com base na linha de raciocínio de Belluzzo e Carneiro (2003) e de Carneiro (2008).

Mas a taxa de juro básica da economia nacional também paga outro prêmio pela ausência de liquidez, que capta a condição das moedas periféricas só serem usadas no espaço nacional; não constituem uma divisa, precisando pagar um prêmio extra comparado aos ativos que possuem liquidez de divisa. Trata-se de um prêmio pago pela ausência de liquidez na dimensão internacional (DE CONTI, 2011).

Observamos, até aqui, a hierarquia do SMI como um determinante estrutural para a ausência de liquidez das moedas periféricas em âmbito internacional e para a baixa liquidez em âmbito nacional, visto que não se assegura como reserva de valor. A taxa de juro doméstica passa a ser composta por dois prêmios pagos sobre a baixa liquidez monetária, em sua dimensão doméstica e internacional; logo, dois fatores que encarecem, dificultam e até inviabilizam financiar o longo prazo em bases privadas e autônomas. No próximo tópico vamos analisar os determinantes conjunturais atrelados aos fluxos internacionais de capital, que vão impactar na volatilidade das taxas de juros e câmbio, gerando outros prêmios a serem remunerados pelo juro.

4. Os fluxos internacionais de capital:

Os processos de abertura *financeira* promoveram uma intensa integração entre os mercados *financeiros* nacionais e uma crescente mobilidade dos fluxos internacionais de capital. Da perspectiva periférica, a abertura *financeira* faz parte de um conjunto de reformas liberais para a criação de um mercado líquido capaz de atrair investidores.

Um mercado líquido (teoricamente) representa menores riscos aos investidores, pois envolve a redução dos custos de transação dos ativos. Serão diversos os fatores a determinar a liquidez, a exemplo das características institucionais do mercado, seu tamanho, os agentes que o compõe e o histórico das transações (DE CONTE *et al.*, 2014). As reformas liberais

dos mercados de câmbio ocorreram justamente com esse objetivo: reduzir os custos, tanto em termos monetários, como em termos do tempo exigido para as operações.

Contudo, nas economias periféricas, a mesma liquidez de mercado que pode reduzir os riscos nas fases de otimismo internacional, tende a exacerbá-los com a reversão das expectativas (DE CONTE *et al.*, 2014). Fato em grande parte explicado porque no bojo das transformações advindas com a liberalização *financeira* tivemos a generalização do comportamento especulativo dos agentes econômicos.

A nova lógica de gestão dos estoques de riqueza reflete o próprio comportamento dos fluxos internacionais de capital: a busca de oportunidades para o ganho de capital no curto prazo (BIANCARELLI, 2007). Dessa maneira, nas fases de otimismo da economia internacional, os agentes econômicos estarão dispostos a investir em ativos denominados em moedas inconvertíveis, desde que estes mercados sejam minimamente líquidos e ofereçam uma rentabilidade que compense a baixa liquidez do ativo. O problema surge na reversão das expectativas quando a preferência por liquidez dos agentes se generaliza¹¹. Nesse caso, a liquidez de mercado não será suficiente para segurar os investimentos *financeiros* na periferia (DE CONTI *et al.*, 2014).

A demanda pelas moedas inconvertíveis - e os ativos denominados nelas - é essencialmente motivada pela rentabilidade que oferecem, não existe uma “demanda cativa”. Será nos momentos de abundância de capitais no mercado internacional, quando o otimismo envolve os investidores, que os mesmos vão procurar as economias periféricas para diversificar seus portfólios e lucrar com a rentabilidade oferecida. O “apetite pelo risco” aumenta levando os investidores na direção de ativos menos líquidos¹². Porém, o ambiente

¹¹ Para maior entendimento dos ciclos de liquidez internacional ver Biancarelli (2007).

¹² Autores como Ahmed e Zlate (2014), membros do conselho do Federal Reserve, chegam a conclusões muito semelhantes ao apontarem os diferenciais de taxas de juros entre as economias emergentes e as economias avançadas, assim como o apetite global pelo risco como determinantes para a movimentação dos fluxos internacionais de capitais.

de finanças liberalizadas permite uma reversão abrupta quando a chamada psicologia do mercado se altera e a preferência pela liquidez torna-se predominante. A “aversão ao risco” ou a “fuga para a qualidade”, direciona os capitais para as praças *financeiras* consideradas mais seguras, para os ativos mais líquidos do sistema (DE CONTI et al., 2013).

A demanda especulativa pelas moedas periféricas acaba gerando efeitos desestabilizadores sobre os mercados cambiais¹³. Os momentos de maior e menor preferência pela liquidez, característicos do ciclo de liquidez internacional, vão tornar os fluxos de capitais direcionados aos países periféricos muito voláteis, sendo está uma das principais explicações para a tendência de volatilidade das taxas de câmbio na periferia¹⁴. A atuação dos agentes especuladores acaba sendo mais intensa sobre a variação cambial pelas próprias características destes mercados: histórico de instabilidade, mercados *financeiros* pouco profundos, baixa confiança, fatores que contribuem para depreciações abruptas da moeda quando as expectativas se alteram. Por sua vez, a volatilidade do câmbio acaba alimentando a volatilidade da taxa de juro, já que muitos países manipulam o juro como mecanismo para atingir a estabilidade cambial.

Em síntese, nas economias periféricas, o comportamento dos fluxos internacionais de capital assume um caráter particularmente instável e especulativo. Constituem determinantes conjunturais para a volatilidade das variáveis macroeconômicas, câmbio e juro. Consequentemente, impõe novos custos para a realização do financiamento, ou melhor dizendo, impõe o pagamento de outros prêmios pelos riscos assumidos pelos investidores.

Dando sequência ao argumento do tópico anterior, apresentamos a taxa de juro doméstica formada pelo pagamento de dois prêmios pela baixa liquidez: i) o prêmio pago

¹³ Para maior entendimento do comportamento da taxa de câmbio no Brasil ver Rossi (2012).

¹⁴ De Conti, Biancarelli e Rossi (2013) mostram como as operações de *carry trade* impactam na variação cambial. Argumentam que o especulador ao apostar em uma taxa de câmbio estável ou uma depreciação da moeda de financiamento e uma valorização da moeda alvo, pela própria magnitude do fluxo tende a causar variações na taxa de câmbio.

pela baixa liquidez da moeda na dimensão doméstica, igual à taxa básica de juro da economia mundial e ii) o prêmio pago pela ausência de liquidez da moeda na dimensão internacional. Agora acrescentamos mais dois prêmios que compõe a taxa de juro doméstica: i) o prêmio pelo risco oriundo das desconfianças em relação à capacidade de pagamento do devedor e ii) o prêmio pelo risco das condições de conversão na moeda-chave (BIANCARELLI, 2007).

No primeiro caso, estamos falando do risco de crédito ligado a possibilidade de inadimplência. Se o ativo for um título público, estamos nos referindo ao risco-país, o risco soberano de inadimplência, agravado diante de um elevado passivo externo. Tratando-se de outros ativos, o prêmio equivale ao *spread* cobrado pelas instituições do sistema financeiro. No segundo caso, o risco de mercado inerente a economias que sofrem com a maior volatilidade do câmbio e do juro. A variação cambial esperada corresponde à avaliação realizada pelos agentes sobre as condições de conversão da moeda de denominação dos títulos, na moeda reserva; representa um risco de preço a ser remunerado. Os prêmios pelo risco evidenciam uma diferenciação relativa no grau de confiança depositado nas moedas pelos agentes, onde as moedas inconversíveis vão ser marcadas pela maior incerteza quanto ao valor futuro dos créditos e débitos nelas denominados (CARNEIRO, 2008). Por fim, concluímos que os próprios elementos a determinarem a taxa de juro doméstica reforçam sua variação¹⁵.

O exposto pode ser melhor compreendido tomando como exemplo os títulos de países de moeda inconversível, que nos mercados internacionais vão pertencer, na maioria, ao segmento de *high yield*. Este segmento é caracterizado por títulos com classificação de

¹⁵ Os determinantes da taxa de juro evidenciam as grandes restrições existentes para a execução da política monetária. Como argumenta Rey (2015), o ciclo financeiro global colocou em cheque o tripé macroeconômico (com fluxos livres de capital, é possível ter políticas monetárias independentes apenas com a flutuação da taxa de câmbio), visto que o comportamento dos fluxos internacionais de capital tem restringido as políticas monetárias nacionais. A autora conclui que políticas monetárias independentes só são possíveis se a conta de capital for gerenciada.

risco elevada e, em consequência, vão oferecer altos rendimentos para atrair investidores. Logo, os países periféricos chegam a formar mercados de títulos e empréstimos de longo prazo, todavia vão estar na maioria marcados pelo alto risco e por atraírem investidores cujo objetivo é ganhar em atividades especulativas¹⁶ (CARNEIRO, 2008).

5. O *finance-funding* no Brasil:

Finalmente, vamos procurar unir os arcabouços teóricos apresentados anteriormente com a finalidade de apresentar os traços mais gerais do *finance-funding* na economia brasileira. Seguindo a proposta de Carvalho (2016) de compreender o *finance-funding* a partir da teoria keynesiana da preferência por liquidez, podemos avançar no entendimento das dificuldades para realização do financiamento de longo prazo em uma economia marcada pela elevada preferência pela liquidez¹⁷.

A hierarquia de moedas (determinante estrutural) e os fluxos internacionais de capital (determinante conjuntural) nos permitiram traçar os canais de transmissão da condição da baixa liquidez monetária e de mercado ao elevado patamar da taxa de juro e a instabilidade permanente sobre as variáveis macroeconômicas, câmbio e juro. Dessa perspectiva, as moedas periféricas para atrair e manter fluxos de capitais precisam pagar sobre a moeda reserva prêmios pela baixa liquidez e prêmios de riscos elevados. Portanto, o grande problema em países como o Brasil, é pensar como financiar o longo prazo em um sistema

¹⁶ Uma exceção deve ser feita quanto a alguns países asiáticos, que não são classificados no segmento *high yield* por dois motivos: i) possuem elevados montantes denominados na moeda reserva, o dólar, sob posse dos bancos centrais, que na prática permite maior estabilidade cambial e redução do risco de preço; ii) apresentam elevados superávits em conta corrente, que garantem a manutenção das reservas em dólar, rebatendo em uma redução do risco de crédito (CARNEIRO, 2008).

¹⁷ Rey (2015) utiliza o índice VIX (Volatility Index) como uma proxy para a aversão ao risco e a incerteza, ou seja, momentos de elevada preferência pela liquidez. A autora mostra a correlação existente entre o baixo valor do VIX com o aumento do ciclo financeiro global, que inclui maior criação de crédito.

cuja estrutura está baseada em altas e voláteis taxas de juros e uma taxa de câmbio também volátil.

O conjunto de determinantes estruturais e conjunturais impactam fortemente nas características do *finance-funding* brasileiro. Da perspectiva do agente econômico que deseja obter financiamento, a primeira dimensão de sua decisão é com o acomodamento de sua necessidade por liquidez – o momento *finance*. O problema posto está na esfera da circulação monetária, ou seja, como esses indivíduos vão conseguir ter acesso a recursos para financiá-los. Seguindo o movimento cíclico da economia, os bancos privados brasileiros acompanham as tendências de otimismo ou pessimismo do mercado (movimento pró-cíclico), ofertando mais ou menos crédito, num reflexo de seu próprio grau de preferência pela liquidez e não por uma variação no seu estoque de poupança. De maneira ainda mais intensa será a volatilidade do mercado de capitais que são poucos profundos, fortemente especulativos e sujeitos a momentos de euforia (CUBERO, 2019).

A segunda perspectiva da tomada de financiamento, está ligado às condições em que esse passivo vai ser obtido – o momento *funding*. É preciso conciliar a expectativa de liquidez futura com o pagamento das parcelas do empréstimo que o financiou, ou seja, conciliar o custo e prazo de financiamento com as condições de pagamento do agente econômico (CUBERO, 2019). Aqui as características do juro e do câmbio se colocam como grandes entraves ao financiamento em bases privadas.

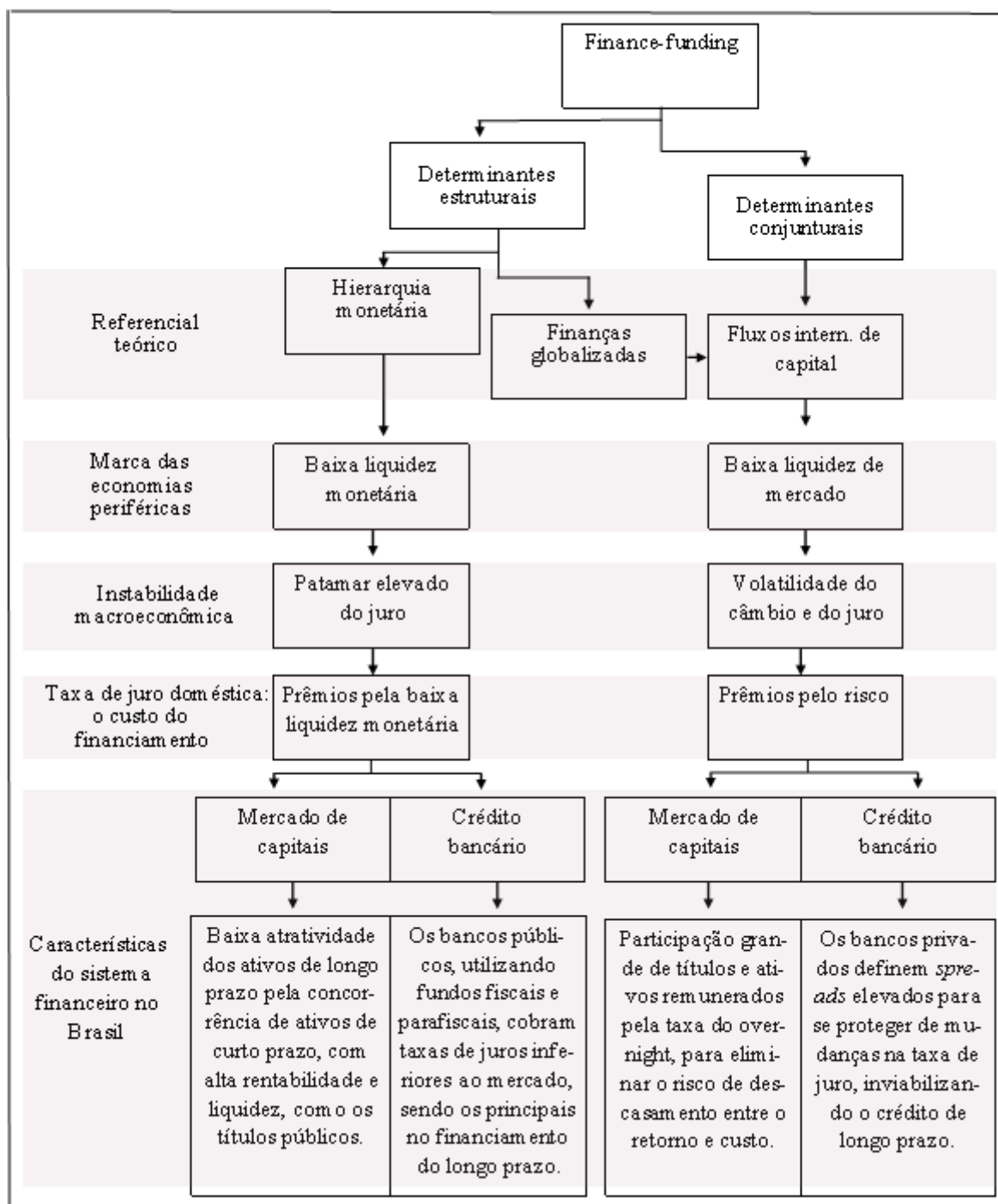
Para o mercado de capitais, uma das principais consequências do valor elevado da taxa de juro de curto prazo, de acordo com Hermann (2004), é que os ativos remunerados por elas, como os títulos públicos, travam uma concorrência com os ativos de longo prazo, que se tornam pouco atraentes. Além disso, os títulos públicos, ao conferirem alta rentabilidade e liquidez, impõe um piso de juro elevado para o sistema doméstico, inviabilizando o financiamento de longo prazo também pelo elevado custo implícito. Em

termos do impacto da volatilidade da taxa de juro, Carneiro (2008) destaca que o elevado risco de descasamento entre o retorno das aplicações e o custo das captações favoreceu o aparecimento dos títulos públicos remunerado a taxas de juros repactuadas, diariamente, pela taxa do *overnight*.

Sobre o crédito, o juro e o câmbio são preços fundamentais para a execução da tarefa primordial do sistema bancário que é descasar prazos. Logo, suas volatilidades constituem dois elementos permanentes que dificultam a realização do financiamento privado de longo prazo. A relevância do risco de descasamento fica clara quando consideremos o *spread* muito elevado cobrado pelos bancos e intermediários *financeiros*. Essencialmente, o risco elevado de variação da taxa de juro no período de empréstimo leva à definição de margens (*spreads*) muito altas, para as instituições *financeiras* se protegerem de possíveis mudanças no juro (CARNEIRO, 2008).

No Brasil, o crédito público acaba tendo predominância na oferta de financiamento de longo prazo. Sobre os problemas para a realização do *finance*, os bancos públicos têm atuado predominantemente de modo anticíclico, expandindo a oferta de crédito também nos momentos de contração da economia nacional (BIANCARELLI, 2017). Quanto aos problemas do *funding* é justamente o acesso desses bancos a fundos fiscais (Fundo de Amparo ao Trabalhador) e parafiscais (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço), que lhes permite conceder crédito barato e com prazos de financiamento maior.

QUADRO 1— Elementos para compreensão dos entraves ao financiamento de longo-prazo em países periféricos



Fonte: elaboração própria;

6. Conclusão:

Neste artigo procuramos utilizar a teoria keynesiana da preferência pela liquidez na interpretação do *finance-funding*, da hierarquia monetária e do comportamento dos fluxos

internacionais de capital. O objetivo foi conectar elementos, eleitos como centrais, para compreendermos os entraves para a realização do financiamento de longo prazo em países marcados pela baixa liquidez monetária.

Primordialmente, o SMI caracterizado pela hierarquia monetária foi apresentado como um determinante estrutural para a baixa liquidez das moedas periféricas. A grande implicação para a alocação de recursos no longo prazo é o juro partir de um patamar superior, quando comparado aos países de moeda conversível, para compensar a menor liquidez desses ativos. Na sequência trouxemos o comportamento dos fluxos internacionais de capitais, no contexto das finanças globalizadas, como os determinantes conjunturais para a grande volatilidade das taxas de juros e câmbio na periferia. O risco de uma variação no juro ou no câmbio impõe novos prêmios a serem pagos, tornando o custo do financiamento ainda maior. Ao final, procuramos refletir sobre as características do *finance-funding* na economia brasileira.

Não foi uma ambição tratar de todos os fatores que determinam entraves ao financiamento. Nem tão pouco propor uma tipologia que atualize o *finance-funding* para os países periféricos, mas sim clarear as condições difíceis em que ele se processa. Em uma economia monetária, como mostra Keynes, o dilema da liquidez faz parte de sua dinâmica. Entender o *finance-funding* a partir da liquidez, como propõe Carvalho (2016) é esclarecedor, pois vemos como a insuficiência da moeda periférica em cumprir sua função como reserva de valor traz implicações negativas para a satisfação da demanda monetária para financiamento e para a emissão de passivos com baixo custo e baixo risco *financeiro*.

Para criarmos condições de financiar o desenvolvimento nacional é preciso ter em mente os empecilhos descritos, que dão base para a escolha de políticas econômicas que visem a garantia da estabilidade monetária e cambial e de um ambiente *financeiro* onde os detentores de estoques de riqueza se sintam atraídos a aplicar seus recursos no longo prazo.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, Michel. **La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale**. Paris: La Découverte, 1986.
- ANDRADE, Rogerio P.; PRATES, Daniela Magalhães. **Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy: a keynesian perspective**. *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 35, p.399–416, 2013.
- AHMED, Shaghil; ZLATE, Andrei. **Capital flows to emerging market economies: A brave new world?** *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, part B, nov.2014.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **Dinheiro e as transfigurações da riqueza**. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. 3º ed. Petrópolis, RJ: Editora Vozes, 1997. p.151-193.
- BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira**. 2007. Tese (Doutorado em Teoria Econômica) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.
- BIANCARELLI, André Martins; ROSA, Renato; VERGHANINI, Rodrigo. **Ciclos de liquidez global e crédito doméstico: canais de transmissão e a experiência brasileira recente**. In: X Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2017, Brasília. Anais do X Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2017.
- CARNEIRO, Ricardo. **Globalização e inconversibilidade monetária**. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 28, n.4, p.539-556, out/dez. 2008.
- _____. **O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico)**. Texto para discussão. Campinas, SP: IE/UNICAMP, 2009.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **Sorting out the issues: the two debates (1936/37; 1983-86) on Keynes's finance motive revisited**. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, vol.50, n.3, p.312-327, july/sept. 1996.
- _____. **Financial innovation and the post keynesian approach to the “process of capital formation”**. *Journal of Post Keynesians Economics*, v.19, n.3, p.461-487, 1997.
- _____. **On the nature and role of financial systems in Keynes’s entrepreneurial economies**. *Journal Of Post Keynesian Economics*, vol. 39, n.3, p.287–307, 2016.
- CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADOS DE CAPITAIS (CEMEC). **Relatório trimestral de financiamento dos investimento no Brasil**. Mar/2018. Disponível em <<http://cemec.hospedagemdesites.ws/wp-content/uploads/2018/02/NOTA-CEMEC-03-2018.pdf>> Visualizado em: 22/06/2018.
- CHESNAIS, François. **A mundialização financeira: gênese, custo e apostas**. Tradução: Marta Roldão. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.
- CUBERO, Marília Ceci. **Fundo de Garantia do Tempo de Serviço: o financiamento da política habitacional, de saneamento e infraestrutura urbana**. 2019. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.
- DE CONTI, Bruno. **Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moeda periféricas**. 2011. Tese (Doutorado em Teoria Econômica) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.
- DE CONTI, Bruno; BIANCARELLI, André M.; ROSSI, Pedro. **Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/minskyan approach**. In: Congrès de l’Association Française d’Économie Politique. France: Université Montesquieu Bordeaux IV, juil. 2013.

DE CONTI, Bruno; PRATES, Daniela Magalhães. **The international monetary system hierarchy: current configuration and determinants**. Texto para Discussão – Instituto de Economia, Unicamp. Campinas, n.335, abr. 2018.

DE CONTI, Bruno; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. **A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 23, n. 2, p. 341-372, ago. 2014.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. **Other people's money — debt denomination and financial instability in emerging market countries**. Chicago: The university of Chicago Press, 2005

HARDIE, Iain; HOWARTH, David. **Market-Based Banking and the International Financial Crisis**. 1º ed. Oxford: Oxford University Press, 2013.

HERMANN, Jennifer. **Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil**. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. 1º ed. Rio de Janeiro: Manole, 2003. p.241-293.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 1º ed. São Paulo: Nova Cultura, 1988.

_____. **A Teoria Ex Ante da Taxa de Juros**. In: Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia. 3º ed. Brasília: Ipea, 2010a.

_____. **Teorias alternativas da taxa de juros**. In: Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia. 3º ed. Brasília: Ipea, 2010b.

MINSKY, Hyman. **John Maynard Keynes**. Tradução de Beatriz Sidou. 1º ed. Campinas, SP: Editora da Unicamp, 2011.

_____. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven, CT: Yale University Press, 2008.

PAULA, Luiz Fernando de. **Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia**. 1º ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PAULA, Luiz Fernando de; FRITZ, Barbara; PRATES, Daniela M. **Keynes at the periphery: currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies**. Journal Of Post Keynesian Economics, vol. 40, n.2, p.183–202, may 2017.

PRATES, Daniela Magalhães. **Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa**. 2002. Tese (Doutorado em Teoria Econômica) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

REY, Hélène. **Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence**. NBER Working Paper Series, nº 21162. Massachusetts, may.2015.

ROSSI, Pedro. **Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da especulação e da arbitragem**. 2012. Tese (Doutorado em Teoria Econômica) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

STUDART, Rogério. **O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional**. Revista de Economia Política, São Paulo, vol.13, n.1, jan/mar.1993.

TORRES FILHO, Ernani T.; COSTA, Fernando Nogueira. **Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação**. Texto para discussão Ipea Nº 1843. Rio de Janeiro, jun. 2013.

ZYSMAN, John (1983). **Government, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change**. Ithaca, NY: Cornell University Press., 1983.