

Fatores financeiros no desenvolvimento econômico *

Rudiger Dornbusch **

Alejandro Reynoso **

Os fatores financeiros desempenham um papel central no desenvolvimento econômico. Porém fatores bem diferentes foram isolados na Ásia e na América Latina. Na Ásia, a análise está centrada no papel de um mercado financeiro irrestrito quanto à mobilização de poupança e à alocação de investimento. Na América Latina, a questão central é o papel das finanças inflacionárias, o alcance de déficits orçamentários que elevem o crescimento e, de modo crescente, o efeito realimentador de inflações elevadas e instáveis sobre o desempenho econômico. Este trabalho contrasta as duas abordagens e conclui que as vigorosas defesas acerca dos benefícios da liberalização financeira não são apoiadas pela evidência. Porém notamos, do mesmo modo, que o escopo para finanças inflacionárias é pequeno e os riscos são maiores do que os comumente aceitos. Os fatores financeiros são importantes somente quando a instabilidade financeira torna-se uma força dominante na economia, como é, agora, bastante aparente na América Latina.

1. Introdução; 2. O paradigma da repressão financeira; 3. Algumas relações-chave reconsideradas; 4. Déficits orçamentários e inflação; 5. Efeitos de déficits e inflações elevadas e instáveis; 6. Comentários conclusivos.

1. Introdução

Tem-se atribuído a fatores financeiros importância estratégica no desenvolvimento econômico. Porém fatores bem diferentes foram isolados nas seguintes experiências: na Ásia, é enfatizado o papel de um mercado financeiro irrestrito quanto à mobilização de poupança e à alocação de investimento. Na América Latina, a questão central é o papel das finanças inflacionárias, o alcance de déficits orçamentários que elevem o crescimento e, de modo crescente, o efeito realimentador de inflações elevadas e instáveis sobre o desempenho econômico. Este trabalho revê e contrasta as duas abordagens. Nossa análise conclui que as vigorosas defesas acerca dos benefícios da liberalização financeira não são apoiadas pela evidência. Porém notamos, do mesmo modo, que o escopo para finanças inflacionárias é pequeno e os riscos são maiores do que os comumente aceitos.

Para colocar nosso tema em perspectiva, observamos que o crescimento da renda *per capita* decorre de dois ingredientes: acumulação de capital físico e uso mais eficiente de recursos. A eficiência no uso de recursos é amparada pela apli-

* Os autores agradecem a Eliana Cardoso pela ajuda nas discussões.

** Do Massachusetts Institute of Technology.

cação de técnicas superiores, mas também, e de modo importante, por políticas e instituições. Os fatores financeiros no desenvolvimento econômico exercem influência via ambos os canais: eles afetam a extensão pela qual a poupança se torna disponível, mas também influenciam a intermediação eficiente destas poupanças para as oportunidades de investimentos com maiores retornos.

A história econômica está repleta de alusões a sociedades anônimas por ações como uma inovação decisiva na implementação da produção e distribuição capitalista. Alex Gerschenkron e outros autores, desde então, enfatizaram a importância das finanças. A Escola de Stanford-John Gurley, Edward Shaw e Ronald McKinnon — distinguiram as finanças como um determinante do sucesso no desenvolvimento econômico. No entanto, embora seus pontos de vista tenham-se tornado dogma, há pouca evidência para suportá-los seguramente. A Coreia, no período 1963-82, experimentou uma taxa média de crescimento do produto *per capita* de 4,8%, dos quais 1,6% são devidos à acumulação de capital e 3,2% a utilizações mais eficientes de recursos. Não há nenhum exercício de contabilização de crescimento econômico disponível que nos indique quanto deste crescimento pode ser atribuído a um ambiente financeiro favorável. O papel de fatores financeiros, por conseguinte, permanece amplamente especulativo.

Nós demonstramos aqui que os fatores financeiros são importantes, porém, provavelmente, somente quando a instabilidade financeira torna-se uma força dominante na economia. Neste aspecto, os fatores financeiros funcionam de modo muito semelhante ao regime de comércio exterior: a menos que ele seja, de fato, muito distorcido, ele não faz muita diferença com relação ao nível do produto interno bruto *per capita*. Esta visão é apoiada pela estimativa de Edward Denison (Denison (1983)), onde todas as restrições ao comércio dos Estados Unidos em 1957 são responsáveis por, talvez, até 1,5% do nível do produto nacional bruto. O impacto sobre a *taxa de crescimento*, por conseqüência, pode ser quase negligenciável. Naturalmente, 1,5% do produto nacional bruto extra é algo de valor, mas seria dar ênfase demasiada, colocar, em muitos casos, os efeitos do regime de comércio e das finanças ao mesmo nível que a acumulação de capital, a tecnologia, as economias de escala e a educação.

Porém, enquanto acreditamos que não haja ganho significativo, em termos de desempenho econômico, entre uma situação de taxas de juros reais *estáveis* de -1 ou +2%, o regime financeiro pode tornar-se um determinante dominante no desempenho econômico quando ele se deteriora significativamente. A Argentina, por exemplo, está escorregando para trás, enquanto a economia vem sendo crescentemente dominada pela inflação e pelas finanças; e o mesmo ocorre no Peru.

Quando a hiperinflação se estabelece e crises cambiais causam uma ruptura no sistema de preços, encurtando o horizonte econômico para uma semana ou um mês, o desenvolvimento econômico normal é interrompido. Além disso, a dificuldade em reverter a fuga de capital significa colocar a poupança fora da economia doméstica. Deve ser dada atenção a estes casos extremos e explorar, de modo mais profundo, os limiares nos quais os fatores financeiros tornam-se significativos ou mesmo dominantes e os canais particulares através dos quais isto ocorre. Esta linha de argumentação conduz a discussões sobre os limites do déficit financeiro, os riscos de uma exposição elevada ao serviço da dívida externa e

a diferença de flexibilidades entre países, no ajuste rápido ou suave a uma mudança nos recursos financeiros. Um desempenho superior em termos de crescimento, sob esta perspectiva, pode ser mais um reflexo de adaptabilidade do que de expansão financeira.

Nosso propósito pode ser apresentado de modo mais claro, via comparação entre a Ásia e a América Latina, no período 1960-80 e na década de 80. (Veja também o anexo 1.)

Tabela 1
Desempenho econômico na Ásia e na América Latina
(média anual percentual)

	Inflação	Crescimento <i>per capita</i>	Investimento/PIB	Expansão financeira
<i>1960-80:</i>				
Ásia	8,2	2,6	20,4	70,4
América Latina	27,6	3,3	21,5	25,8
<i>1980-87:</i>				
Ásia	6,0	3,0	26,5	44,9
América Latina	102,3	-0,9	20,2	- 8,3

Obs.: a expansão financeira é medida pela mudança percentual acumulada na relação M_2/PIB . Nos anos 80, a mudança se refere a 1980-86.

As finanças importam na mobilização de recursos, mas este aspecto geralmente responde por pouco na mudança do crescimento econômico. O fato mais importante é macroeconômico: uma situação financeira insatisfatória conduz à inflação e a engargalamentos externos, e estes, por sua vez, ocasionam políticas macroeconômicas restritivas, que desaceleram o crescimento e o investimento. Um período prolongado de políticas macroeconômicas fracas, por sua vez, lança uma sombra sobre o futuro, porque elas reduzem ou direcionam ao exterior a oferta de capital e os incentivos a investir e a inovar na economia doméstica.

2. O paradigma da repressão financeira

A repressão financeira como um impedimento ao desenvolvimento econômico é um paradigma básico. Se o crescimento exige investimentos, então, três condições devem ser satisfeitas: as firmas (e/ou o governo) têm que estar desejando investir, poupanças devem estar disponíveis e ser canalizadas para aqueles que planejam investir e apresentam oportunidades de investimentos mais atrativas. A estrutura e as instituições financeiras podem apoiar ou romper este processo. Costuma-se dizer que um sistema reprimido, especialmente em conjunto com uma inflação elevada e instável, interfere de várias maneiras no desenvolvimento.¹

¹ Veja, especialmente, Mckinnon (1973), Lanyi & Saracoglu (1983) e Fry (1988) para discussão e referência.

Os vetores de poupança são subdesenvolvidos e/ou o retorno da poupança é negativo e instável. Há duas consequências imediatas: primeiro, taxas de retorno de poupanças baixas ou possivelmente negativas deprimem a taxa de poupança. Segundo, qualquer poupança que é feita tende a ir para autofinanciamentos, para ativos relativamente improdutivos (basicamente proteção contra a inflação) ou para moeda estrangeira.

Os intermediários financeiros que coletam poupanças não as alocam eficientemente entre usos alternativos. Como resultado da regulamentação sobre taxas de juros para os emprestadores, há um racionamento que envolve, facilmente, uma redução na produtividade do investimento.

As firmas são desincentivadas a investir, porque políticas financeiras pobres reduzem os retornos ou os tornam excessivamente instáveis. Em particular, inflação instável, controle de preços e sobrevalorização cambial se somam ao risco do negócio, e, como resultado, deprimem o investimento em ativos produtivos. Além de deprimir o investimento, um ambiente de negócios financeiros instáveis e o racionamento implícito em um sistema reprimido também induzem ao uso de recursos socialmente improdutivos para a procura de rendimentos (Krueger, Anne, 1974). Este é o caso, porque a repressão financeira cria um ambiente no qual as firmas podem garantir amplas transferências do setor público.

Uma história de boa moral é uma história de erro e redenção. E Taiwan é o exemplo de promessa não quebrada: taxas de juros ininterruptamente positivas e na média em 6,7 nos anos 60, comparados aos -0,8 no Japão. A Coreia, como veremos, mudou de um mercado financeiro reprimido para uma reforma financeira, uma mudança que coincidiu, e talvez tenha sido útil na realização de uma dramática alteração no desenvolvimento econômico.

2.1 O exemplo coreano

A Coreia tinha apresentado baixo crescimento e crescente instabilidade financeira no período de pós-guerra coreano. Em 1963-64, o desempenho se deteriorou ainda mais. Inflação em rápida elevação em conjunto com um teto para taxas de juros reduziram os retornos reais dos ativos. A relação M_2/PIB declinou em quase 5 pontos percentuais. Uma reforma de bases amplas, incluindo o equilíbrio externo, as finanças e a política fiscal, foi introduzida. O programa foi baseado nas recomendações de John Gurley, Hugh Patrick e Edward Shaw, que observaram que (*apud* Park & Cole, 1983, p. 298-303): “Uma mobilização adequada de capital na Coreia vai requerer uma grande revisão do sistema financeiro (. . .) Enquanto a reforma financeira é crucial para alcançar o objetivo coreano de crescimento estável, nosso julgamento é que a reforma tributária terá que arcar com maior responsabilidade do que a reforma financeira, para elevar a taxa de poupança doméstica nos próximos anos. O sistema necessitará se recuperar da repressão e dos maus-tratos passados. Isto não é desculpa para atrasos na reforma financeira. De fato, isto só torna mais necessária a reforma financeira agora.”

E, sob o título Pré-requisitos para a reforma financeira e o desenvolvimento, eles listam os seguintes itens:

- a) persuadir os poupadores de que eles não serão taxados pela inflação;
- b) manter o valor de equilíbrio da taxa de câmbio externa de *won*; não permitir que ela se torne, de novo, sobrevalorizada;
- c) liberar as taxas de juros domésticos sobre depósitos, de modo que os poupadores sejam induzidos a poupar, e na forma financeira, de modo que os fundos sejam alocados para investimentos de uma forma mais racional.

A tabela 2 mostra que poupança, investimento, expansão financeira e crescimento, todos, mostraram uma melhora substancial. Muito crédito é comumente atribuído à mudança em direção a taxas reais de depósitos positivas.

Tabela 2
A reforma financeira da Coréia em 1965

	1960-64	1965-69	1970-74
Taxa real de empréstimo restrita	31,1	44,4	28,2
Taxa real de depósito	- 0,7	14,3	3,6
M ₂ /PIB	12,3	21,2	35,0
Taxa de poupança nacional	4,9	12,9	17,4
Investimento fixo bruto/PIB	12,2	21,4	22,6
Impostos/PIB	9,3	12,0	13,8
Crescimento	5,5	10,0	9,2

Fonte: Cole & Park (1983) e Banco da Coréia.

2.2 Lições?

Que o desempenho econômico da Coréia melhorou rapidamente após 1965 está fora de questionamento. A discussão (Cole & Park, 1983) permanece aberta, entretanto, com relação a se a reforma financeira foi o principal ou um agente essencial da mudança. O ceticismo está centrado no fato de que taxas reais de depósitos elevadas, pelo menos até certo ponto, somente moveram recursos do mercado restrito para o sistema bancário. Que a alocação de recursos tenha melhorado como resultado, ou que a poupança tenha aumentado em resposta a maiores rendimentos sobre depósitos bancários, ainda não foi mostrado.

A eficiência na seleção de investimentos pelo sistema bancário na década de 70 continua a ser questionada na Coréia, de modo que não há suposições de que a mudança em direção a mercados financeiros organizados represente uma clara melhora, em vez de somente um redirecionamento dos fluxos de poupança e, possivelmente, um aumento. O investimento em larga escala em indústrias pesadas e químicas, nos anos 70, foi, certamente, facilitado pela mobilização de recursos no sistema financeiro formal. Estes investimentos foram suportados por créditos subsidiados e, hoje, é amplamente reconhecido que eles foram um erro, devido a suas baixas produtividades. Se esta visão é correta, a expansão financeira que mobilizou recursos para este erro deve ter tido aspectos negativos. Também é verdade que o aumento da poupança é um reflexo da correção fiscal, da

depreciação real que promoveu o crescimento das exportações e garantiu programas de empréstimos externos com conseqüente ingresso de capital.

A questão imediata é que lições tirar do paradigma da repressão e do exemplo específico da Coreia. Deve a política financeira estar concentrada na geração de retornos reais sobre depósitos significativamente positivos, e, desse modo, procurar gerar taxas elevadas de crescimento nas proporções reais do sistema bancário? São o crescimento econômico, expansão financeira, taxas reais de juros positivas e a produtividade do investimento fortemente correlacionadas na observação histórica e de seção transversal? A resposta é claramente não. Pagar taxas reais de juros positivas sobre depósitos não é uma panacéia universal para o crescimento, como parte da literatura sobre repressão financeira poderia levar a acreditar. Somente quando a instabilidade financeira torna-se ampla e persistente, há fortes conexões entre reforma financeira e desempenho do crescimento.

3. Algumas relações-chave reconsideradas

Nesta seção, comentamos, brevemente, as proposições teóricas e a evidência empírica desenvolvida em suporte ao paradigma da repressão financeira.² É justo dizer que o paradigma do racionamento financeiro, de algum modo, é semelhante à economia do lado da oferta, . . . um núcleo de verdade e um imenso exagero.

3.1 Taxas reais de depósito positivas elevam a taxa de poupança

É bem conhecido da teoria de poupança que os efeitos opostos de um aumento nas taxas de juros, renda e substituição, implicam um impacto líquido ambíguo sobre a poupança. Numa estrutura de poupança planejada, taxas reais de juros mais elevadas reduzem o esforço de poupança necessário. É surpreendente, portanto, encontrar uma crença tão forte na mobilização de poupanças a partir de taxas de juros mais elevadas. No caso dos Estados Unidos, com os melhores dados e inumeráveis tentativas de documentar o sinal do efeito, não houve, potencialmente, nenhum estudo que pudesse reivindicar sucesso. Evidências em outros países industrializados apontam na mesma direção: nenhum efeito líquido discernível.

No caso de países em desenvolvimento, a falta de dados e a baixa qualidade destes torna muito mais difícil estabelecer os fatos. Fry (1988) apresenta uma regressão série temporal e seção transversal para 14 países da Ásia, na qual a taxa real sobre aplicações é um determinante significativa da poupança, embora quantitativamente não importante. É preciso um aumento de 10 a 25 pontos percentuais na taxa real de depósitos, dependendo da estimativa, para elevar a taxa de poupança nacional em um ponto percentual! Giovannini (1985), em contraste, não encontra uma relação-significante entre poupança e taxas reais de juros para países da Ásia. Reynosc (1988) encontra evidência de uma curva de Laffer sem efeitos significantes de mudanças na taxa real de juros em torno do nível zero.

Em alguns estudos de casos, importantes programas de estabilização, no entanto, parecem afetar a taxa de poupança. Há algumas explicações prontas.

²Veja Fry, 1988. Contém uma revisão da literatura.

Primeiro, durante crises financeiras, a poupança é canalizada para ativos externos via falso faturamento do comércio exterior. De acordo com isto, nestes casos os dados da contabilidade nacional facilmente subestimam a verdadeira poupança. Segundo, a estabilização está associada à reforma fiscal, a qual eleva diretamente a taxa de poupança nacional. Terceiro, as compras de bens duráveis são registradas como consumo. Portanto, em um período de instabilidade financeira, uma mudança para duráveis, e, em seguida, acompanhando a estabilização, uma redução aguda na compra de bens duráveis, dá a impressão de uma elevação dramática de poupança. Na realidade, entretanto, o consumo verdadeiro (medido por não-duráveis e pelos serviços dos duráveis) não precisa ter mudado muito.

3.2 Expansão financeira e crescimento são positivamente relacionados

Nós já vimos acima, na tabela 1, que a correlação entre crescimento e expansão financeira, medida pela mudança na relação M_2/PIB , não é forte. A figura 1 mostra dados do tipo seção transversal de alguns países; é aparente que por determinadas escolhas criteriosas de amostras, qualquer correlação parcial pode ser gerada.

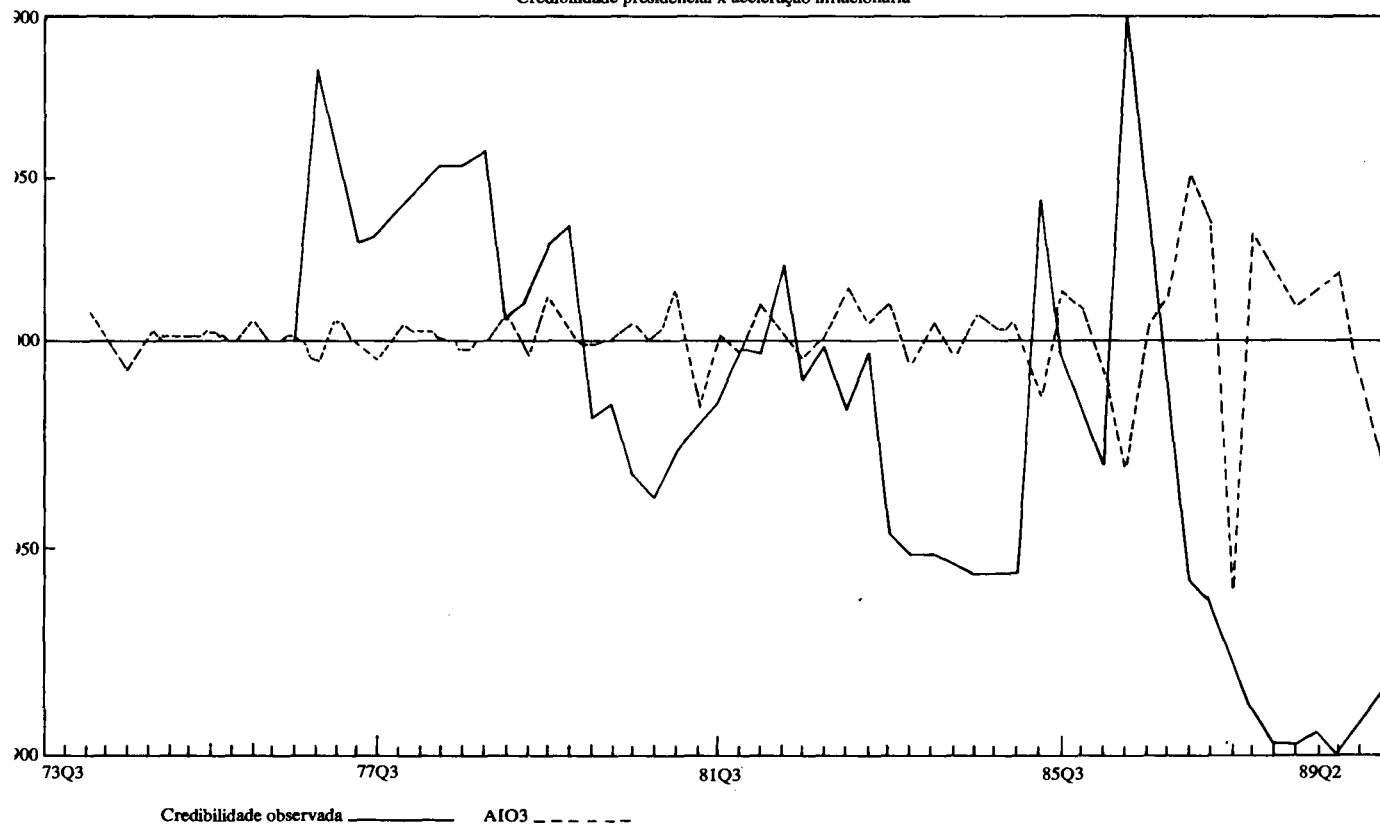
Uma primeira e importante observação é que a expansão financeira não precisa corresponder à relação M_2/PIB . Depósitos em instituições não-bancárias são um escoadouro importante para a poupança financeira e assim é o mercado de moeda. Entre 1970 e 1987 a relação M_2/PIB na Coreia esteve praticamente estagnada (41,3% comparada a 39,1%); porém a relação M_3/PIB dobrou de 46% para 94,4%. O foco sobre M_2/PIB representa mal o quadro. O Brasil tem um mercado para ativos financeiros que não é, naturalmente, parte do estreito M_2 . A mudança para inflações elevadas é refletida em um declínio de M_2 com relação ao PIB (de 19,4% para 12,9% no período 1975-87), ao passo que uma mensuração de grande alcance, incluindo o mercado financeiro, mostra um crescimento de 37,5% para 47,5%. O objetivo destes exemplos é mostrar que diferenças nas estruturas financeiras criam um obstáculo a qualquer análise simples da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.

3.3 Taxas reais mais elevadas aumentam o investimento

A teoria aqui é difícil de ser definida. O único elo imediato é o potencial discutido acima: taxas reais de juros sobre depósitos mais elevadas aumentam a poupança, e, por conseguinte, a taxa de equilíbrio do investimento.

Um canal adicional sugerido por McKinnon (1973) envolve a complementaridade de moeda e capital: como os projetos de investimento são agregados, os investidores têm que acumular seus saldos para investimentos na forma de depósitos, até que o principal necessário seja alcançado. Quanto mais atrativo o retorno sobre depósitos, mais os investidores desejarão participar do processo de acumulação. É difícil perceber porque esta visão é muito diferente daquela que olha direto para o efeito da taxa real de juros sobre a poupança. Afinal de contas, a escolha econômica é uma escolha entre consumo e poupança. Os testes econômétricos que introduzem a taxa de poupança ou de investimento na equação de demanda real por moeda para testar esta teoria são, na melhor das hipóteses, peculiares.

Figura 1
Credibilidade presidencial x aceleração inflacionária



3.4 Taxas reais sobre depósitos mais elevadas promovem o crescimento

Mais uma vez, o canal imediato é que taxas reais de juros mais elevadas elevem a poupança doméstica e, por conseguinte, aumentam a oferta disponível de recursos para investimento. Porém há dois canais adicionais que podem ser considerados. O primeiro, lida com recursos externos: uma eliminação de tetos sobre taxas de juros ativas e passivas pode ocasionar um ingresso (ou retorno) de poupança externa. Enquanto grandes firmas têm sempre a possibilidade de tomar recursos no exterior, este não é o caso para menores unidades econômicas. A remoção de limites superiores permite ao sistema financeiro doméstico absorver recursos que, em caso contrário, não estariam disponíveis. Nós fazemos, aqui, uma distinção entre a recanalização de poupança doméstica entre mercados financeiros informais e formais e a disponibilidade líquida de poupança externa. A última encontra maior dificuldade de penetrar via mercado informal. Consequentemente, a reforma financeira apresenta um potencial na absorção de recursos externos.

O segundo elo com o crescimento decorre da qualidade do investimento. Afirmar-se, freqüentemente, que um sistema financeiro racionado aloca a poupança de modo ineficiente. O racionamento conduz ao financiamento de investimentos de qualidade abaixo da média. O argumento é suspeito porque os agentes econômicos têm fortes incentivos a se fundir com os bancos para se apoderar da poupança disponível a baixo custo, e, portanto, eles não teriam incentivo a investir de modo ineficiente. De fato, uma parte substancial do crescimento de mercados informais é um reflexo da procura contínua por melhor eficiência de créditos, obtida do sistema financeiro racionado.

Um teste popular da ligação entre a taxa real de juros e o crescimento, apresentado na tabela 3, foi desenvolvido por Lanyi & Saracoglu. Os países são classificados pelo nível da taxa real de juros sobre aplicações, de modo a se distinguir um elo entre o regime de taxa de juros e o desempenho do crescimento econômico.

3.5 Investimentos, inflação e crescimento

O impacto de taxas reais de juros elevadas sobre a eficiência do investimento foi testado, relacionando a taxa incremental capital/produto com a taxa real sobre aplicações. Embora estas relações possam, freqüentemente, ser estabelecidas (Fry, 1988), não é claro o que elas refletem. Considere o modelo neoclássico de crescimento. Podemos escrever a taxa de crescimento da renda *per capita*, y , como se segue:

$$y = \alpha(\beta/\sigma - n) \quad (1)$$

onde: α é a parcela distributiva do capital, β é a parcela do investimento na renda, σ é a relação capital/produto, e n é a taxa de crescimento da força de trabalho. Qual é o fator influenciado pela repressão financeira e quanto tempo leva para esta repressão afetar o parâmetro? Se a relação capital/produto é aumentada, o investimento médio foi menos eficiente, o impacto sobre o crescimento

Tabela 3
Taxas reais sobre aplicações e crescimento: 1971-80

I. Positiva		II. Moderadamente negativa		III. Fortemente negativa	
Formosa	9,2	Tailândia	6,9	Turquia	5,1
Cingapura	9,1	Colômbia	5,8	Peru	3,4
Coréia	8,6	Quênia	5,7	Zaire	0,1
Malásia	8,0	Marrocos	5,5	Gana	-0,1
Filipinas	6,2	Paquistão	5,4	Jamaica	-0,7
Sri Lanka	4,7	Grécia	4,7	Argentina	3,0
Nepal	2,0	Portugal	4,7	Brasil	8,1
Colômbia	5,1	Burma	4,3	Uruguai	3,0
		África do Sul	3,7		
		Zâmbia	0,8		
		Venezuela	4,1		
		México	7,4		

Fonte: Lanyi & Saracoglu (1983), atualizada pelos autores.

Nota: A linha divisória entre os países (como graus em exames) é um tanto arbitrária; i.e., o Brasil poderia ser colocado no grupo do centro se -9% de taxa real de juros fosse considerado moderado.

pode ser significativa: Façamos $\alpha = 0,7$, $\beta = 0,2$ e considere duas alternativas, $\sigma = 2$ e $\sigma = 3$, respectivamente. Com um $n = 0,025$ em um caso, a taxa de crescimento é 2,9% e, no outro, 5,3%. Desse modo, a produtividade do estoque de capital faz uma grande diferença. Mas, isto não é o caminho correto para os benefícios da liberalização financeira: uma alocação mais eficiente do investimento só tem um efeito extremamente gradual sobre a relação capital/produto média, levando vários anos, e não um ano ou dois. Além disso, a mudança acumulada pode ficar muito abaixo da do nosso exemplo.

Para discernir um efeito sobre o crescimento, é melhor dirigir o foco diretamente para a estabilidade financeira. Em dados do tipo seção transversal para 41 países, e usando médias para o período 1965-85, explicamos o crescimento da renda *per capita* pela taxa de investimento e pela taxa de inflação. Especificamente, estamos interessados no efeito da inflação elevada sobre o crescimento.

$$y = \frac{-1,67}{(-1,41)} + \frac{0,0005 Y}{(1,35)} + \frac{0,15 K}{(2,33)} - \frac{0,016 p}{(-1,80)}$$

$$R^2 = 0,30,$$

onde y , Y , K e p são, respectivamente, a taxa de crescimento *per capita*, o nível da renda *per capita* em 1965, a mudança acumulada na relação capital/trabalho, e uma variável binária para a inflação. A variável binária foi aplicada para taxas de inflação acima de 20%. A regressão apóia a visão de que inflação elevada interfere no crescimento.

O impacto de elevadas taxas de inflação oferece uma mudança natural para uma perspectiva alternativa acerca dos fatores financeiros no desenvolvimento econômico, isto é, o papel da inflação e do déficit financeiro. Até aqui, nos indagamos se um sistema financeiro liberalizado tem uma chance maior de mobilizar recursos para o crescimento, ou para alocá-los mais eficientemente. Nós concluímos que o suporte empírico para esta proposição é episódico. Há suportes muito mais robustos para uma proposição diferente: o déficit financeiro é um meio arriscado para a promoção do crescimento. Para documentar esta asserção, nos voltamos agora para os elos conceituais entre inflação, crescimento e o orçamento e para uma discussão sobre a instabilidade das finanças inflacionárias. A importância do tema reside no fato de a América Latina ter usado em excesso o déficit financeiro e, como resultado, ter sofrido um grande retrocesso em termos de desenvolvimento. Curiosamente, a liberalização financeira foi um dos fatores que tornou a experiência do déficit financeiro na América Latina particularmente desastrosa.

4. Déficit orçamentários e inflação

A discussão sobre a inflação e seu elo com o desenvolvimento das finanças nos países em desenvolvimento levanta três grupos de questões. O primeiro: por que a inflação na Ásia é moderada, ao passo que na América Latina ela é, na melhor das hipóteses, crônica e freqüentemente aguda? O segundo: ter um melhor entendimento das perturbações e práticas que provocam um processo inflacionário. O terceiro: entender que fatores tornam uma inflação além de certos limites um processo em aceleração. A experiência da América Latina é de taxas de inflação crescendo a 1.000 e até acima de 1.000%, embora os déficits governamentais que estão sendo financiados não sejam muito maiores do que aquelas na Ásia. É, portanto, importante identificar a fonte de diferenças de inflações, para se obter um melhor entendimento dos limites das finanças inflacionárias e das perturbações e instituições que tornam estes limites especialmente estreitos.

A inflação representa a interação de quatro fatores: o déficit financeiro que governa o crescimento da oferta monetária, instituições financeiras que determinam a demanda por moeda, choques no orçamento e habilidade política para reagir a estes choques via medidas fiscais corretivas. A combinação destes quatro elementos pode implicar inflações moderadas e estáveis, ou pode implicar situações próximas a de hiperinflações. Saber qual das duas situações ocorre é, naturalmente, crítico para o desenvolvimento econômico porque, como demonstraremos, inflações elevadas e instáveis conduzem ao esgotamento dos recursos disponíveis para o desenvolvimento, pois os poupadores não desejam acumular títulos domésticos e as firmas não estão preparadas para acumular ativos produtivos em um país com inflação.

4.1 Política inflacionária

Duas grandes diferenças entre os países em desenvolvimento da Ásia e da América Latina são os seus desempenhos fiscal e inflacionário e as distribuições de renda. A América Latina sofre déficits e inflações crônicas, enquanto os déficits

asiáticos tendem a se limitar à habilidade de financiar o governo de um modo não-inflacionário. A diferença na distribuição de renda influencia a habilidade de fazer ajustamentos de posições fiscais e das taxas reais de câmbio, quando estas são necessárias para evitar engargalamentos. A distribuição de renda relativamente equitativa da Ásia contrasta fortemente com a extrema desigualdade na América Latina. Estas podem não ser as únicas razões para a diferença de habilidade no ajustamento, mas elas certamente parecem ser um elemento importante.

É importante reconhecer que as diferenças em desempenhos não são simplesmente um reflexo de disciplinas fiscais diferentes. A Coreia, por exemplo, tem apresentado déficits fiscais elevados, tem sofrido choques externos e tido problemas com o serviço da dívida externa, isto tudo em períodos tão recentes quanto 1981. Com relação a estes aspectos não há grande diferença, quando comparados, digamos, ao Brasil. A diferença reside basicamente no ajustamento ao choque. Em um caso, o ajustamento foi surpreendentemente rápido, e no outro caso, as consequências de um processo de hiperinflação estão tomando forma.

Considere um modelo simples para o problema de ajustamento. Nós vamos esquematizar um modelo cujo alcance é analisar os efeitos de um governo que procura compensar ou reduzir a amplitude de um choque inflacionário. Suponhamos que o governo minimiza uma função perda, L :

$$L = (\pi - \pi^*)^2 + \lambda A^2 / 2 \quad (2)$$

onde π denota a taxa real de inflação, π^* , a taxa histórica, e A é o esforço de ajustamento. A inflação real é a taxa histórica mais o choque, e menos o impacto do esforço de ajustamento sobre a inflação.

$$\pi = \pi^* + \Delta - \sigma A / 2 \quad (3)$$

Então, a taxa de inflação sob o esforço de ajustamento ótimo será:

$$\pi = \pi^* + \alpha \Delta; \quad \alpha = \lambda / (\lambda + \sigma^2 / 2) \quad (4)$$

Nós estamos interessados no coeficiente α , que seria diferente para países diversos. Quanto mais elevado o custo político marginal de ajustamento (λ) e quanto menos efetivo é o ajustamento em termos de redução do impacto de choques inflacionários (i.e., quanto menor σ), menor será o esforço de ajustamento e maior será, portanto, a taxa de inflação. Isto tenderá a elevar a taxa de inflação no tempo (π^* aumenta) e, por conseguinte, os desempenhos de diferentes países com relação à inflação tenderão a se distanciar no tempo. A principal tarefa, agora, é identificar os choques e os canais através dos quais eles apresentam consequências inflacionárias.

4.2 A instabilidade do processo inflacionário

Um processo de inflação elevada apresenta duas características. A primeira é que haverá regras de indexação que ligarão a inflação atual à inflação passada. A ou-

tra é que uma parte significativa do déficit orçamentário será financiado por criação de moeda. A aceleração da inflação está intimamente ligada a estas duas características. Consideraremos, inicialmente, o elo entre inflação e orçamento.

Na tradição de Mundell (1971), o déficit orçamentário é uma fração g da renda real e a demanda por base monetária é uma função linear e crescente da inflação. Uma fração β do déficit é financiada por criação de moeda. Isto nos dá uma relação entre a taxa de crescimento da base monetária, μ , e o déficit orçamentário:

$$\mu = \beta g (\rho + \eta \pi) \quad (5),$$

onde ρ e η são parâmetros da equação de velocidade. No estado estacionário, com uma taxa de crescimento do produto, y , e elasticidade da renda unitária, obtemos uma taxa de inflação igual a:

$$\pi = (\beta \rho g - y) / (1 - \beta \eta g) \quad (6)$$

O modelo chama a atenção para três questões: primeiro, o elo entre inflação e déficit orçamentário financiado por criação de moeda é fortemente não-linear. Um pequeno aumento no déficit, quando o déficit é elevado, eleva em muito a taxa de inflação requerida para financiar o déficit. Segundo, a estrutura financeira afeta o impacto inflacionário sobre os déficits financiados por moeda. Quanto mais sofisticada for a estrutura financeira, maiores serão os coeficientes ρ e η e, portanto, maior a inflação associada a um dado déficit. Colocando a questão de outra maneira, as finanças inflacionárias prosperam em um sistema financeiro reprimido. Retornaremos a este ponto no contexto da liberalização financeira a ser apresentado mais adiante.

A terceira questão é o papel do crescimento no amortecimento do impacto inflacionário do déficit financeiro. Um ponto percentual de declínio na taxa de crescimento da renda eleva a inflação por um múltiplo que é maior quanto maior for o déficit e maior for a resposta da equação de velocidade à inflação. Uma queda acentuada na taxa de crescimento da renda real pode, portanto, ser um fator que apresente uma contribuição importante para o aumento da inflação.

A tabela 4 (e o anexo 2) mostra a receita obtida pela criação de moeda na Ásia e na América Latina.

Tabela 4
Senhoriagem, crescimento e inflação

	Senhoriagem ¹		Crescimento		Inflação	
	Ásia	América Latina	Ásia	América Latina	Ásia	América Latina
1960-78	1,4	3,2	5,9	6,1	7,9	28,4
1979-86	1,5	4,5	4,9	2,5	9,3	116,6

Fonte: Fischer (1982), e atualização dos autores.

Obs.: para os dois grupos, utilizou-se a média ponderada pela renda para seis países da Ásia e América Latina. Veja no anexo 2 os países de cada grupo.

¹ Percentual do PIB.

A segunda característica institucional mencionada acima é a indexação. A indexação é importante por duas razões. A primeira é que o ajustamento de preços relativos torna-se muito difícil. Com uma periodicidade para o ajustamento dos salários indexados, a maneira mais fácil de cortar os salários reais é permitir a aceleração da inflação. Dessa maneira, durante o período de indexação, o salário real sofre uma erosão mais acentuada e, por conseguinte, seu valor real declina. Porém a indexação também se torna uma fonte de aceleração da inflação, quando a periodicidade de ajustamento é encurtada. Quando um choque inflacionário – digamos uma desvalorização ou uma extinção de subsídios – reduz os salários reais além de um certo limite, a resposta, freqüentemente, é encurtar o intervalo de indexação. Para um dado salário médio real, um corte no intervalo pela metade dobra a taxa de inflação.

Esta redução dos intervalos de ajustamento é uma importante força-motriz no processo de aceleração da inflação. Os períodos de ajustamentos declinam de uma ano para seis meses, três meses, um mês, e, então, toda a economia converge para o uso do dólar. Quando cada agente econômico que está defasado reduz a defasagem, tentando alcançar a média, a média explode.

A não-linearidade da inflação ao orçamento (refletindo a endogeneidade da estrutura financeira) e a redução do período de indexação são os dois canais principais pelos quais a inflação, facilmente, tende a sofrer aceleração, uma vez que ela alcança níveis elevados. A terceira característica é a endogeneidade da arrecadação real de impostos. Como a estrutura de impostos não é totalmente indexada, a inflação corrói o valor real da receita governamental. Tentativas de indexar os impostos e acelerar a arrecadação podem ajudar a amortecer este processo, mas, na realidade, elas não têm chance de compensar o impacto de uma inflação de 200%.

Cada um destes fatores é totalmente irrelevante para taxas de inflação de 20% ou mesmo 30%, mas, cada um torna-se decisivo para taxas de 100% ou 200%. Isto ajuda a explicar porque tantos países da América Latina recentemente passaram para taxas de inflação extremas. Resta identificar que perturbações iniciam o processo e porque inflações elevadas tendem a se tornar tão instáveis e explosivas.

4.3 Fatores e práticas que provocam inflações elevadas

À parte a óbvia falta de disciplina fiscal, apontamos aqui três fatores que têm sido importantes como causadores de inflações elevadas. A importância destes fatores é ampliada pelo fato de que eles tendem a ocorrer em conjunto.

4.3.1 O choque do serviço da dívida

Na década de 70, muitos países em desenvolvimento tomaram recursos substanciais e, como resultado, acumularam pesados serviços da dívida. No início dos anos 80, o choque macroeconômico mundial ocorreu disparou um mecanismo que interrompeu o processo de empréstimos. Como resultado, a política de pagar juros sobre empréstimos antigos captando novos recursos e a rolagem automática do principal foram interrompidas. Os países devedores tiveram que começar a

fazer transferências para o exterior. Isto resultou em dois problemas: no orçamento, o financiamento automático do serviço da dívida por empréstimos *externos* foi substituído pela necessidade de financiar internamente pelo menos parte do serviço da dívida. Mudanças nos impostos e nos gastos correntes eram impopulares e, como resultado, a maior parte do ajustamento tomou a forma, ou de cortes nos investimentos do setor público, ou, ainda, de financiamento do déficit via mercado interno. E, à medida que os déficits eram financiados via expansão monetária (para evitar deslocamentos ou falências associadas a taxas de juros elevadas), o resultado era uma inflação elevada. Em muitos países onde finanças inflacionárias eram a regra, o financiamento extra do déficit via moeda tornou-se uma via expressa para inflações elevadas. A Bolívia é um exemplo, como também a Argentina.

Além dos problemas orçamentários e da transferência externa, um choque sobre o serviço da dívida tem um impacto secundário. A desvalorização real que é necessária para gerar um superávit comercial elevará o valor real do serviço da dívida externa em termos de base para tributação. Assim, para um país que tenha um serviço da dívida de 6% do PIB, uma depreciação real de 20% aumenta o serviço da dívida em 1,2%. A questão é simplesmente que um dólar de pagamento de juros custa agora mais dólares em imposto.

4.3.2 Liberalização financeira

Uma reação imediata à aceleração da inflação é o movimento de liberalização no setor financeiro: a repressão financeira, argumenta-se, agrava o custo social da inflação. Permitir que os bancos ofereçam ativos que rendam juros deixaria o sistema desempenhar seu papel de intermediação e, por conseguinte, minimizaria os custos de viver com inflação. Porém liberalizar o sistema financeiro pode implicar redução da receita do governo a partir de criação de moeda, e isto, por sua vez, significaria aumentar ainda mais a taxa de inflação. Pode haver um custo na não-liberalização, que é a possibilidade de fuga de capital; porém, a alternativa de liberalizar pode também ser muito perigosa.

O elo entre liberalização financeira e inflação já foi mostrado na equação 6. A liberalização financeira oferece aos portadores de títulos o recebimento de juros; instituições financeiras não-bancárias (financeiras) terão, então, a permissão de oferecer obrigações que rendem juros sobre depósitos (o *overnight*), usando suas receitas para obter títulos de curto prazo do governo ou privados. Portanto, há desintermediação financeira quando o depósito de recursos muda dos intermediários tradicionais (o sistema bancário) para o mercado de moeda. A demanda por base monetária é reduzida, assim como os bancos perdem depósitos. Uma redução na demanda por base monetária real eleva a taxa de inflação consistente com o financiamento de um dado déficit orçamentário. Assim, a liberalização financeira eleva a taxa de inflação, a menos que haja, concomitantemente, uma redução do déficit orçamentário. Jorge Hierro (1988) documentou a importância quantitativa deste efeito. Naturalmente que, se a liberalização envolve, adicionalmente, falências de instituições financeiras, como frequentemente é o caso, as necessidades de financiamento também aumentam.

Portanto, há uma compensação entre repressão financeira e senhoriação, um período de crise fiscal pode não ser o momento certo para se efetuar uma liberalização financeira. É natural que esta escolha possa não existir: se um país deixa de liberalizar o mercado financeiro, não oferecendo, portanto, ativos domésticos que rendam juros compatíveis com a inflação, haverá fuga de capital ou dolarização, com as mesmas ou, ainda, piores consequências para a inflação e a intermediação.

4.3.3 Perdas cambiais e déficits quase-fiscais

Uma terceira fonte importante de aceleração da inflação é o alargamento de déficits fiscais, resultantes de perdas cambiais via garantias de taxas cambiais ou operações cambiais, principalmente do Banco Central, ou da interação entre inflação e subsídios financeiros. Tentativas de obter vantagens em termos de descontos, em mercados secundários, sobre títulos da dívida externa, via recompras ou trocas de dívida por investimento, adicionam outras fontes importantes de maiores necessidades de financiamento.³ Em alguns casos na América Latina, a ampliação das necessidades de financiamento resultante destas operações montou a alguns pontos percentuais do PIB.

Na Argentina, em 1982-87, o déficit quase-fiscal foi, em média, de 1,7% do PIB. Uma parcela importante deste déficit teve origem na garantia cambial dada em 1982, quando o governo não teve condições de repagar as dívidas privadas que foram aceleradas devido às expectativas de depreciações adicionais. As garantias cambiais, e não a elevação das taxas de juros, pareciam ser o caminho menos custoso no momento; retrospectivamente, elas foram a fonte de uma elevação substancial da inflação.

O déficit quase-fiscal do Peru, em 1985-87, foi, em média, de 2,1% do PIB (em adição ao déficit orçamentário regular), e representa, basicamente, duas operações. Uma é o amplo subsídio creditício implícito nos créditos concedidos a baixas taxas de juros. Porém a maior parte do déficit quase-fiscal surgiu da multiplicidade de taxas de compra e de venda de moeda estrangeira. Em adição à óbvia má alocação de recursos, estes déficits quase-fiscais são extremamente inflacionários, por causa do seu elevado montante e do fato de serem financiados por impressão de uma moeda que ninguém deseja demandar.

5. Efeitos de déficits e inflações elevadas e instáveis

Déficits orçamentários elevados e o seu financiamento via inflações elevadas e instáveis dão origem a três efeitos importantes no desenvolvimento econômico. O primeiro e mais óbvio é que a apropriação de recursos pelo governo reduz a absorção disponível para o setor privado. Se os recursos fossem usados pelo setor público para financiar investimentos, e se o deslocamento via imposto inflacionário reduzisse, principalmente, o consumo privado, este processo poderia conduzir ao desenvolvimento. Esta, na realidade, foi a visão já questionada por Mundell (1971) na discussão sobre impostos inflacionários e crescimento.

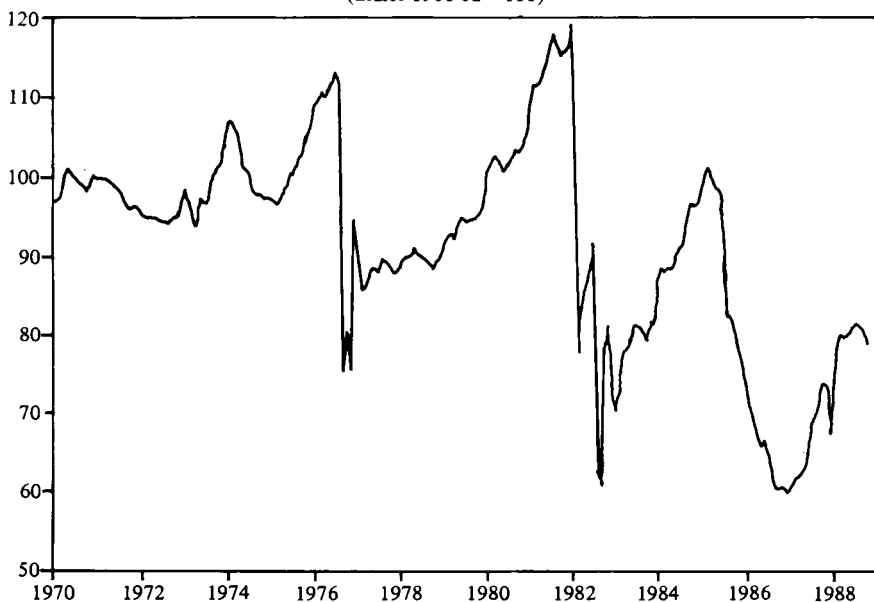
³Veja Blejer e Chu (1988).

A experiência da América Latina dos anos 80 ressalta os limites estreitos das finanças inflacionárias e os custos dramáticos que ocorrem quando as finanças inflacionárias dão errado. Estes custos surgem basicamente por dois motivos, fuga de capital e má alocação de recursos devido à incerteza.

5.1 Fuga de capital e dolarização

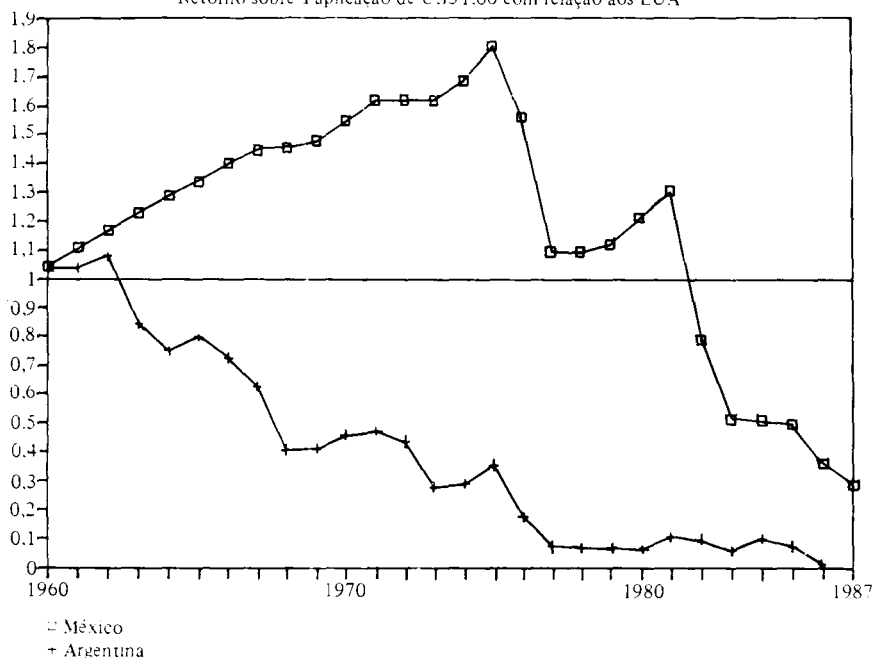
A combinação de repressão financeira e inflação elevada cria uma atmosfera onde os aplicadores procuram proteção, mantendo ativos expressos em dólar, se isto é possível, ou mesmo colocando seus ativos no exterior. A ocasião para uma onda de fuga de capitais pode estar ligada a uma sobrevalorização óbvia da taxa de câmbio, como, por exemplo, na Argentina, em 1979-80, ou no México, ao fim do período presidencial de seis anos, como mostrado na figura 2. Porém mesmo sem tal gatilho, uma história de amplos retornos reais negativos sobre ativos produz fuga de capital. A figura 3 mostra, em termos acumulados, o desempenho de uma aplicação na Argentina (transformada pela taxa oficial de câmbio), relativa a uma aplicação dos Estados Unidos; a mesma comparação também é feita para o México. Torna-se claro que a Argentina não oferece um retorno financeiro de longo prazo favorável, e o mesmo ocorreu no México na década passada. A fuga contínua de capitais é o resultado inevitável.

Figura 2
A taxa de câmbio real mexicana
(Índice 1980-82 = 100)



Fonte: JP Morgan.

Figura 3
Retorno sobre a aplicação de US\$ 1.00 com relação aos EUA



Uma estimativa recente, apresentada na tabela 5, mostra a dimensão extraordinária da fuga de capital da América Latina. Para avaliar a dimensão da fuga de capital vale lembrar que a dívida total da América Latina em 1987 era de US\$ 300 bilhões.

A fuga de capitais e a dolarização levantam dois tipos de questão. A primeira é a rapidez e a difusão com que elas ocorrem, uma vez que exista instabilidade financeira. A segunda questão é como estes fenômenos influenciam o desenvolvimento econômico.

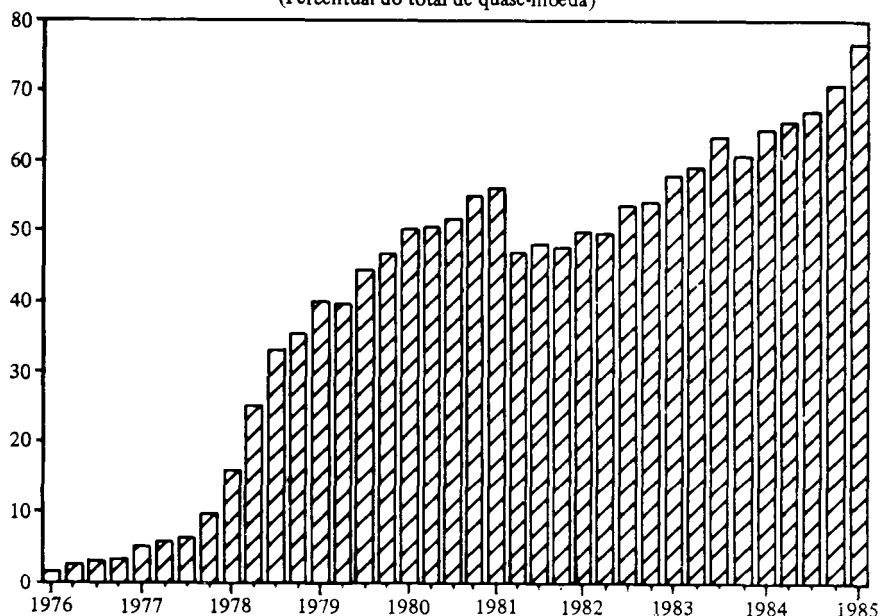
A dolarização e a fuga de capital são claramente substitutos. Se um governo permite ao sistema bancário oferecer depósitos expressos em dólar (ou indexados ao dólar), isto torna-se um meio de evitar a mudança de ativos para o exte-

Tabela 5
Fuga de capital: 1975-85
(Acumulado, bilhões de dólares)

África	28,5
Ásia	18,3
Hemisfério Ocidental	106,6

Fonte: Deppler & Williamson (1987).

Figura 4
Dolarização no Peru
(Percentual do total de quase-moeda)



rior. Dados disponíveis sobre o processo de dolarização no México e no Peru nos dão uma visão da dinâmica do processo. A mudança para as aplicações em dólar não é um processo que ocorre de uma vez por todas, iniciado por um evento dramático. Pelo contrário, a mudança pode ser bem aproximada por uma combinação entre um modelo tradicional de escolha de carteira de títulos baseado em taxas de retorno comparativas, e uma dinâmica representada pelo processo logístico. Esta questão é ressaltada na figura 4, que mostra a evolução da parcela de aplicações em dólar no total de aplicações no Peru.⁴

Se a mudança para ativos seguros é um processo gradual, associado a um processo de aprendizagem, dois aspectos merecem registro. O primeiro é que a dolarização não é uma reação instantânea ao menor erro de política. Ao contrário, há uma inércia substancial em manter ativos. Porém também é verdade que uma vez que o aprendizado tenha ocorrido, torna-se difícil a reversão. Um retorno para taxas de inflação moderadas não é rapidamente recompensado por um retorno *completo* das aplicações para os ativos em moeda local.

Quando depósitos em dólar não são permitidos, e quando ocorrem instabilidades política e econômica acentuadas, a resposta é uma mudança para ativos

⁴ Para uma longa discussão, veja Dornbusch & Revnoso (1988).

estrangeiros na forma de moeda ou de ativos financeiros ou reais localizados no exterior. Por exemplo, no Peru, onde o acesso a novos depósitos em dólar foi eliminado, a ampla divergência entre inflação e depreciação e retorno sobre aplicações tornou irresistível a fuga de capital: a taxa de depreciação foi em média de 57% por trimestre em 1987, enquanto as taxas sobre as aplicações alcançaram, em média, somente 5,4%! Não há estimativas confiáveis para o montante de dólares retido por estrangeiros, porém se dispõe de uma certa indicação de aplicações de estrangeiros nos bancos dos países industrializados. A tabela 6 mostra os elevados depósitos em dólar fora de países que apresentaram instabilidade financeira.

Tabela 6
Depósitos bancários além-fronteira: Depósitos *per capita* em 1987
(Dólares *per capita* por nacionalidade dos depositantes)

Argentina	277	Venezuela	745
Brasil	85	Filipinas	24
México	225	Egito	65
Peru	89	Coréia	14

Fonte: IMF, *International financial statistics*.

A tabela 6 ressalta a expressiva diferença entre Argentina e Brasil. A fuga de capital no Brasil, até recentemente, era relativamente moderada porque se permitiu a adaptação do mercado financeiro doméstico aos efeitos da inflação. O fato de haver um mercado de moeda de curto prazo indexado evitou a fuga maciça de capital que ocorreu em outros países da América Latina. Porém, mesmo no Brasil, uma forma de fuga de capital tornou-se aparente pelo encurtamento do prazo de vencimento dos títulos no mercado financeiro até o ponto atual, onde a totalidade da dívida pública tem um dia como prazo de vencimento. O próximo passo, cada vez mais notório, é a fuga do *overnight* para o dólar.

Os governos que enfrentam o risco de fuga de capital têm que tomar uma decisão estratégica entre conter a fuga via taxas de juros sobre ativos domésticos, criar ativos domésticos indexados ao dólar (i.e., *mex-dollars*), ou continuar a repressão financeira e tentar, ainda que com pouco sucesso, conter a fuga de capital via controles diretos. Há uma série de considerações que se relacionam com a escolha de política, e, mais obviamente, temos a questão de se os controles podem, de fato, evitar a fuga de capital, uma questão vista com um ceticismo acentuado. Naturalmente, se a fuga de capital pode ser evitada, o país não usa um superávit comercial para adquirir capital externo e, por conseguinte, mais recursos permanecem disponíveis para absorção interna. Neste sentido, a dolarização doméstica é preferível, e mesmo taxas de juros elevadas poderiam também ser. Mas essas medidas apresentam seus riscos inerentes. Ambas criam um substituto de fácil acesso para os ativos que rendem senhoriagem, e deste modo eles elevam o impacto inflacionário de um dado déficit.

Além disso, um aumento nas taxas de juros elevariam o déficit doméstico e, portanto, agravariam as necessidades de financiamento. A questão estratégica, então, é se a redução na senhoriagem é mais baixa no caso da fuga de capital, ou quando a dolarização doméstica é permitida. A resposta será, presumivelmente, que devido a elevados custos de transação envolvidos na fuga de capital, um país pode estar melhor se aceitar a fuga de capital, em vez da dolarização instituída. Além disso, depósitos domésticos em dólar também criam um risco ligado a uma depreciação, pois se esta é necessária em um dado momento, o sistema bancário provavelmente sofrerá perdas e, então, isto poderá levar a uma tendência de sobrevalorização da taxa de câmbio. A experiência do México com depósitos domésticos em dólar ilustra estas considerações.

A experiência do Brasil ilustra outro ponto: taxas de juros elevadas não são um substituto adequado do ajuste fiscal. Taxas de juros elevadas sobre uma dívida em moeda local (ou a indexação da dívida doméstica a bens ou ao câmbio) podem adiar as consequências de um déficit elevado e contínuo, mas não podem fazê-las desaparecer. A contínua acumulação de dívida interna e o encurtamento dos vencimentos para um mercado, virtualmente, *spot*, cria uma situação onde, ao final, toda a dívida pública é igualada a aplicações resgatáveis e que rendem juros. A senhoriagem, em essência, desapareceu e a precariedade da dívida pública constitui uma situação de início de uma crise de recursos, que surge quando o governo não pode rolar a dívida interna.

5.2 Alocação de recursos

Inflações elevadas e instáveis também têm um custo elevado em termos de alocação de recursos. A distorção da economia induzida pela inflação não é limitada pelo fato de que todo dia ou mês novos “cardápios” têm que ser impressos. A incerteza com relação à inflação e as políticas de reação à inflação acelerada são as principais fontes de distorção.

Os fatores de produção serão destinados à exploração de oportunidades *financeiras* (e, portanto, por definição, de soma zero), em vez de inovação na produção e no comércio. O horizonte de planejamento das firmas é reduzido e o risco do uso de controles como dispositivos de redução da aceleração da inflação força os agentes econômicos a uma postura defensiva, onde os investimentos em ativos produtivos no setor tornam-se altamente arriscados. As firmas detêm, crescentemente, ativos financeiros e os indivíduos acumulam, de modo exagerado, ativos estrangeiros e bens de consumo duráveis. A incerteza que leva as firmas a acumular ativos financeiros em vez de investir em recursos reais se traduz em superávits comerciais ou redução precipitada da dívida.

6. Comentários conclusivos

A discussão sobre o financiamento do desenvolvimento econômico enfatizou três canais: recursos externos que podem ser drenados em um clima favorável ao investimento ou via tomada de recursos diretamente no mercado de capital internacional, liberalização de sistemas financeiros reprimidos para elevar a poupança privada e, finalmente, o desenvolvimento financiado por déficits do setor públi-

co. Nós sustentamos aqui dois pontos: primeiro, que a evidência acerca dos efeitos benéficos da remoção da repressão financeira permanece exposta à contestação. A evidência é episódica, exceto quando o retorno dos ativos é significativamente negativa. Porém nós também enfatizamos que o escopo para o financiamento de déficits como um instrumento de desenvolvimento econômico é extremamente limitado e extraordinariamente arriscado. Quando exagerado, o financiamento inflacionário adquire uma dinâmica própria que pode fazer retroceder o esforço de desenvolvimento de uma década ou mais.

A América Latina, hoje, é um exemplo notável dos riscos de déficits orçamentários e da excessiva confiança, no passado, no financiamento externo. Mas seria um erro concluir desta experiência que a liberalização financeira teria sido um caminho melhor. Pelo contrário, a liberalização financeira (incluindo a promoção da fuga de capital à taxa oficial de câmbio), frente a situações fiscais debilitadas, continua a ser um fator importante na aceleração da inflação e da instabilidade. A Argentina é o exemplo de um país completamente destruído por uma inflação excessiva que pôs fim ao investimento líquido e conduziu os indivíduos a transferir seus ativos para o exterior. O Brasil se encontra no mesmo caminho e o México pode estar evitando-o de modo acanhado.

Em face de uma década de instabilidade financeira, a mobilização de recursos para o crescimento da América Latina é, naturalmente, extremamente difícil. A trajetória correta é aterrorantemente ortodoxa: taxas de câmbio realistas, orçamentos equilibrados e um clima favorável a investimentos. Os economistas de hábitos heterodoxos (e seus crescentes amigos) poderiam facilmente rejeitar esta recomendação, argumentando que o trabalhador pobre não pode ser forçado a suportar o ônus de uma década de erros. Porém a evidência sugere que sem um breve retorno à ortodoxia, eles irão suportar um ônus ainda maior, porque o capital é móvel, enquanto o trabalho não é.

Anexo 1
Indicadores de desempenho econômico
(Percentual anual)

	Inflação	Crescimento/ <i>per capita</i>	Investimento/PIB	Nica/PIB
<i>1960-80</i>				
Coréia	14,3	6,3	23,4	-8,0
Filipinas	9,7	2,8	22,9	-2,2
Índia	7,0	1,2	22,4	-1,3
Argentina	78,9	1,7	17,6	-0,1
Brasil	40,3	5,4	22,7	-1,8
México	9,5	3,3	21,3	-1,0
<i>1980-87</i>				
Coréia	8,9	7,1	29,4	-0,9
Filipinas	16,1	-2,1	22,1	-0,7
Índia	9,4	3,1	24,4	-3,5
Argentina	279,3	-2,5	14,2	3,5
Brasil	153,3	0,4	18,7	3,8
México	69,5	-1,4	20,2	5,5

Obs.: Nica representa a conta corrente exceto juros, medida pelas exportações líquidas (excluindo o pagamento de fatores) nas contas nacionais.

Anexo 2
Senhoriagem, crescimento e inflação por países selecionados

	1960-78			1979-86		
	Crescimento	Inflação	Senhoriagem ¹	Crescimento	Inflação	Senhoriagem ¹
Coréia	9,3	13,8	2,2	6,8	10,8	0,5
Cingapura	9,2	3,8	2,5	6,5	3,4	1,7
Malásia	7,8	3,2	1,2	5,5	4,3	1,2
Índia	3,8	6,8	1,0	4,1	9,1	1,9
Filipinas	5,7	8,4	0,8	1,2	17,9	1,1
Paquistão	3,7	7,6	1,4	6,7	7,5	2,0
Argentina	3,3	57,2	6,2	-0,5	282,3	11,1
Brasil	8,3	36,5	3,2	4,2	131,3	2,4
Uruguai	1,9	51,7	4,8	0,5	54,4	4,8
México	6,6	8,0	1,6	2,7	55,3	5,4
Peru	4,6	15,2	2,6	0,8	91,0	8,4
Venezuela	5,6	3,3	1,1	-0,2	12,6	1,2

Fonte: Fischer (1982) e atualizada pelos autores.

¹ A senhoriagem é definida como a mudança na base monetária como um percentual do PIB.

Abstract

Financial factors play a central role in economic development. But quite different factors have been isolated in Asia and in Latin America. In Asia the analysis centers on the role of an unrepressed financial markets in mobilizing saving and allocating investment. In Latin America the central question is the role of inflationary finance, the scope for deficits to enhance growth and, increasingly, the feedback from high and unstable inflation to poor economic performance. This paper contrasts the two approaches and concludes that the strong claims for the benefits of financial liberalization are not supported by evidence. But we equally note that the scope for inflationary finance is small and the risks are larger than commonly accepted. Financial factors are important only when financial instability becomes a dominant force in the economy as is now pervasively apparent in Latin America.

Referências bibliográficas

Anand, R. & van Wijnbergen, S. *Inflation, external debt and financial sector reform: A quantitative approach to consistent fiscal policy with an application to Turkey*. NBER Working Paper n. 2731, Oct., 1988.

Blejer, M. & Chu, K. Y. eds. *Measurement of fiscal impact: methodological issues*. IMF Occasional Paper n. 59, Washington D.C., 1988.

Cole, D. & Park, Y. C. *Financial development in Korea*. Cambridge, Harvard University Press, 1983.

Denison, E. *Trends in American economic growth, 1929-82*. Washington, D.C., Brookings, 1983.

Deppler, M. & Williamson, J. Capital flight: concepts, measurement and issues. In: *Staff studies for the world economic outlook*. Washington, D.C., International Monetary Fund, 1987.

Dervis, K. & Petri, P. The macroeconomics of successful development: what are the lessons? In: Fischer, S. ed. *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MIT Press, 1987.

Dornbusch, R. (1980) Inflation stabilization and capital mobility. NBER Working Paper n. 555. Reprinted in *Exchange Rates and Inflation*. Cambridge, MIT Press, 1983.

_____. & Park, Y. C. Korean growth policy. *Brookings papers on economic activity*, v. 1, 1987.

_____. & Reynoso, A. *The dynamics of dollarization in Mexico and Peru*. MIT, 1988. Unpublished manuscript.

_____. & de Pablo, J. C. *Deuda externa y inestabilidad macroeconomica en la Argentina*. Buenos Aires, Sudamericana, 1988.

Diaz Alejandro, C. Good bye financial repression. Hello financial crash. *Journal of Development Economics*, (19) 1. Reprinted in his *Trade development and the world economy*. Ed. by A. Velasco, Oxford, Basil Blackwell, 1985.

Fischer, S. Seigniorage and the case for a national money. *Journal of Political Economy*, v. 2, 1982. Reprinted in his *Indexing, inflation and economic policy*, MIT Press, 1986.

Fry, M. *Money interest and banking in economic development*. Baltimore, John Hopkins University Press, 1988.

Galbis, V. Financial intermediation and economic growth in less-development countries: a theoretical approach. *Journal of Development Studies*, Jan., 1977. v. 13.

Giovannini, A. Saving and the real interest rate in LDCs. *Journal of Development Economics*, v. 18, n. 2-3, 1985.

James, W. S. Naya & Meier, G. *Asian development*. San Francisco, International Center for Economic Growth, 1987.

Harberger, A. World inflation revisited. In: Helpman, E., Razin, A. & Sadka, E. eds. *Economic effects of the government budget*. Cambridge, MIT Press, 1988.

Hierro, J. *Financial liberalization and inflation*. MIT, 1988. Unpublished manuscript.

Krueger, A. The political economy of the rent seeking society. *American Economic Review*, June, 1974.

Lanyi, A. & Saracoglu, R. *Interest rate policies in developing countries*. Occasional Paper n. 22, Washington D.C., International Monetary Fund, 1983.

McKinnon, R. *Money and capital in economic development*. Washington, D.C., Brookings, 1973.

_____. Financial liberalization in retrospect: interest rate policies in LDCs. In: Ranis, G. & Schultz, P. ed. *The state of development economics*. Oxford, Basil Blackwell, 1988.

_____. & Mathieson, D. (1981) How to manage a repressed economy. *Princeton Essays in International Finance*, n. 145, December, 1981.

Mundell, R. A. *Monetary theory*. Pacific Palisades, Goodyear, 1971.

Reynoso, A. *Saving and real interest rates: the Laffer curve*. MIT, 1988. Unpublished manuscript.

Shaw, E. *Financial deepening in economic development*. New York, Oxford University Press, 1973.

van Wijnbergen, S. Macroeconomic effects of changes in bank interest rates: simulation results for South Korea. *Journal of Development Economics*, v. 18, Aug., 1985.