

Resenha bibliográfica 1 *

Money and capital in economic development

Financial deepening in economic development

Mckinnon, Ronald I. *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, 1973. 184 pp.

Shaw, Edward S. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, 1973. 260 pp.

JOSÉ ALFREDO DA LUZ **

1 — Introdução

Esta resenha está organizada da seguinte maneira: a Seção 2 define o problema a ser analisado pelos autores; a Seção 3 descreve a natureza da economia subdesenvolvida, tal como vista em Stanford; a Seção 4 comenta o catálogo de intervenções, ou a chamada "síndrome intervencionista"; a Seção 5 resume o esforço de análise positiva dos autores; finalmente, algumas reflexões à guisa de conclusão são apresentadas na Seção 6.

2 — O problema

O objeto do trabalho de ambos os autores é o processo de financiamento da acumulação de capital em economias com oportunidades de crédito restritas, no limite, ao sistema monetário.

* Durante a redação da presente, tomamos conhecimento da existência da resenha conjunta dos dois livros acima, de autoria de Lance Taylor, in *Journal of Development Economics*, vol. 1, n.º 1 (junho de 1974), pp. 81-84, cuja leitura sugerimos aos interessados.

** Do Instituto de Planejamento do IPEA.

Nas palavras de Shaw, a substância e o espírito de seu novo livro podem ter sido afetados em demasia pela amostra de experiências vivenciadas por seu autor.¹ Seu esforço, contudo, chega à generalização teórica do fenômeno de acumulação de ativos financeiros em países capitalistas relativamente mais atrasados, quando afirma que “economic incentives and constraints [ao livre funcionamento das forças de mercado] are so much the same everywhere that a different exposure would confirm views set down in the pages ahead” (Shaw, p. viii).

O Professor Mckinnon, que define desenvolvimento econômico “as the reduction of the great dispersion of social rates of return to existing and new investments under domestic entrepreneurial control” (Mckinnon, p. 9), promete uma nova abordagem teórica, cujas hipóteses básicas “are better suited to explaining the relationship between monetary processes and capital accumulation in the underdeveloped world” (p. 31). O “better”, neste caso, refere-se, de um lado, à interpretação keynesiana de curto prazo² — alhures considerada uma teoria de desequilíbrio em subemprego³ — e, de outro, aos modelos monetários de longo prazo na tradição walrasiana de equilíbrio geral.⁴

¹ O Professor Shaw foi um influente “advisor” na reforma financeira da Coreia do Sul, em 1965/66.

² Remeto o leitor interessado à estimulante tentativa de reconstrução da teoria keynesiana intentada por Hicks, em seu novo livro *The Crisis of Keynesian Economics* (N. York: Basic Books, Inc., 1974).

³ Veja-se R. W. Clower, “The Keynesian Counter-Revolution: A Theoretical Appraisal”, in *The Theory of Interest Rates*, editado por F. H. Hahn e F. Brechling (IAE Series, 1965); A. Leijonhufvud, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, (London: Oxford University Press, 1968); R. J. Barro e H. I. Grossman, “A General Disequilibrium Model of Income and Employment”, in *American Economic Review* (março de 1971).

⁴ Os autores referem-se aos seguintes representantes principais do que chamam a teoria monetária prevalecente: M. Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays* (Aldine, 1969); H. G. Johnson, “Money in a Neo-classical One-Sector Growth Model”, in *Essays in Monetary Economics* (Harvard University Press, 1967); D. Levhari e D. Patinkin, “The Role of Money in a Simple Growth Model”, in *American Economic Review*, vol. 58 (setembro de 1968); R. Mundell, *Monetary Theory: Inflation, Interest and Growth in the World Economy* (Good-Year, 1971).

3 — A natureza da economia — tema e tese

O tema de ambos os livros é a *repressão* a taxas de retorno (ou valores) de equilíbrio e *fragmentação*, ou segmentação, da estrutura de preços realizados. Não é demais enfatizar que, no universo dos autores, repressão se exerce *ex-ante*, enquanto fragmentação é potencialmente observável *ex-post*.

A economia subdesenvolvida é fragmentada “in the sense that firms and households are so isolated that they face different effective prices for land, labor, capital, and produced commodities and do not have access to the same technologies” (Mckinnon, p. 5).

Com a hipótese de fragmentação de preços de mercado, Mckinnon procura minar a dedução neoclássica de distorção de preços relativos, construída a partir das normas de eficiência formais do equilíbrio geral. Embora concorde que na “economia fragmentada” “prevailing [effective] prices need not reflect true economic scarcity”, ele rejeita a sugestão neoclássica de que uma combinação de impostos e subsídios possa compensar, com custo social mínimo, as “distorções” — endógenas, ou impostas pela política econômica⁵ — nas normas de eficiência.⁶ Por outro lado, na medida em que procura prover uma explicação econômica das supostas distorções impostas pela política econômica,⁷ resta-lhe explicar-se no que concerne às distorções ditas endógenas. Tais distorções, de acordo com Bhagwati, podem surgir quando a economia é caracterizada por “imperfeições de mercado”.⁸ A resposta de Mckinnon é a substituição do tratamento simétrico dado convencionalmente aos fatores de produção pelo primado do capital sobre os demais insumos primários.

⁵ Veja-se J. N. Bhagwati, “The Generalized Theory of Distortions and Welfare”, in *Trade, Balance of Payments and Growth*, Papers in International Economics in Honor of Charles P. Kindleberger (North-Holland, 1971).

⁶ R. I. Mckinnon, *op. cit.*, pp. 33-36.

⁷ R. I. Mckinnon “On Misunderstanding the Capital Constraint in LDC’s”, in *Trade, Balance of ...*, *op. cit.*

⁸ “Imperfeições de mercado” é um guarda-chuva conceitual neoclássico para “explicar” por que os mercados não geram um sistema de preços de equilíbrio de longo prazo.

Com a formulação acima descrita (totalmente fisheriana ao considerar o capital "real" como único fator relevante de produção) ⁹ o tema do trabalho de Mckinnon restringe-se à hipótese de que "fragmentation in the capital market... causes the misuse of labor and land, supresses entrepreneurial development and condemns important sectors of the economy to inferior technologies" (p. 8). Dito de outra forma, a fragmentação da economia subdesenvolvida seria expressa por elevada variância e baixa média das taxas de retorno a investimentos potenciais e existentes.¹⁰

O conceito de fragmentação é confuso. O grau de confusão seria menor se Mckinnon tivesse agradecido mais explicitamente a Despres por sua contribuição, conforme veremos a seguir.¹¹

Tudo começa pela necessidade de resposta à pergunta: por que as forças do mercado de crédito privado não desenvolvem operações de longo prazo em termos compatíveis com a continuidade do processo de acumulação. A existência de expectativas diversas sobre os preços relativos futuros é uma condição necessária para que tal fato ocorra, isto é, para que participantes no mercado acordem sobre a taxa de juros de longo prazo. Em uma economia onde existe um setor dinâmico de produção de bens de capital, a relação entre a eficiência marginal do capital, a taxa de juros de longo prazo e a preferência pela liquidez, conjugada com a oferta de moeda, foram as categorias enfatizadas por Keynes para caracterizar "a practical theory of the future",¹² isto é, uma teoria monetária. Entretanto, a suposta rejeição empírica, na Inglaterra e EE.UU., da importância atribuída à taxa de juros de longo prazo, aliada aos instrumentos em que se baseiam as categorias acima, deslocou a atenção dos teóricos de economias de moedas estáveis para a generalização do comportamento de investidores face ao risco: risco diante da transformação

⁹ Veja-se D. Dewey, *Modern Capital Theory* (N. York: Columbia, University Press, 1965).

¹⁰ R. I. Mckinnon, "On Misunderstanding...", *op. cit.*,

¹¹ E. Despres, "Inflation and Development: Brazil", in *Collected Papers of Emile Despres*, ed. por G. M. Mcier (N. York: Oxford University Press, 1973).

¹² J. M. Keynes, "The General Theory of Employment", in *Quarterly Journal of Economics* (1973), também em *Monetary Theory*, ed. por R. W. Clower (Penguin, 1969).

de ativos em moeda estável. Esta é a base “objetiva” da teoria da incerteza. Nesta base, a preferência pela liquidez, por entesouramento, tornou-se o caso particular do processo generalizado de distribuição de ativos dentro do *portfolio*.¹³ Subverteu-se, assim, a compreensão do significado do mercado de capitais, isto é, a partir daí a demanda de risco criaria sua própria oferta de instrumentos financeiros.

Em uma economia de moeda instável, a base objetiva da incerteza se diluiria, isto é, a incerteza tornar-se-ia “subjetiva”. A volta à “objetividade” da incerteza estaria, conseqüentemente, ligada à possibilidade de neutralizar a inflação.¹⁴ Para que isto ocorra, Despres¹⁵ sugere dois conjuntos de condições: a) objetivas e b) subjetivas. Do lado objetivo, a condição necessária para a quase neutralidade da inflação é a de que os mercados “behave in such a way that prices equate supply and demand” (Despres, p. 186). Do lado subjetivo, é necessário que as expectativas de preços futuros sejam a) altamente uniformes entre as entidades econômicas, b) que elas sejam precisas, isto é, tenham pequena variância, e c) que sejam vindicadas na prática, isto é, as expectativas *ex-ante* igualem os resultados *ex-post*.

O não preenchimento das condições objetivas e subjetivas para a neutralidade da inflação implica, então, que “[subjective] uncertainty... fragments the interest rate structure so that it no longer uniformly reflects the community's collective time preference” (Mckinnon, p. 16). Tal é o tema de Mckinnon.

Sua tese sintetiza-se na conjectura de que a intervenção estatal se explica economicamente pela necessidade de internalização seletiva dos mecanismos de acumulação ao nível da empresa individual, ou ao nível setorial, por falta de um mercado de capital de longo prazo. A síndrome intervencionista seria o reflexo da restrição de capital ao nível da unidade produtora, isto é, refletiria a inconsis-

¹³ J. Hicks, *op. cit.*, pp. 37 e seguintes.

¹⁴ Note-se que não se trata da discussão positiva sobre a neutralidade da moeda, mas sim da sugestão normativa de que ela possa ser efetivamente neutra.

¹⁵ E. Despres, *op. cit.*, pp. 185 e seguintes.

tência setorial entre poupança e investimento por falta de instituições para “moderar a incerteza e facilitar a oferta e demanda de crédito no tempo”.

O Professor Shaw não apresenta uma racionalização específica para a “síndrome intervencionista”, preferindo a “Thesis that these economies are tethered to poverty by inept policy affecting particularly the financial, fiscal and international sectors” (Shaw, p. 227). Contudo, ao contrário da tentativa de microeconomização da abordagem fisheriana de Mckinnon, Shaw tenta ultrapassar os confins da “redescoberta” da restrição de capital ao nível da empresa individual para sugerir os efeitos macroeconômicos da “síndrome intervencionista”. Por hipótese, no longo prazo, o valor do estoque de ativos reais produtivos avaliado ao seu custo de reprodução é mantido continuamente igual ao valor das *equities* domésticas e internacionais sobre tal estoque (Shaw, p. 237). No curto prazo “there can be stock disequilibrium, which desired flows of savings and investment are intended to correct, and flow disequilibrium as well, which frustrate portfolio adjustment” (p. 238). Como a base do argumento é a inexistência de um mercado de capitais desenvolvido, que instruiria seus participantes quanto ao nível das variáveis envolvidas na “manutenção contínua” do equilíbrio de estoques de longo prazo, tal hipótese ou refere-se a uma identidade contábil ou deve ser reduzida a simples categoria de *wishful thinking*. Por outro lado, se o “intervencionismo” gera excessos de demanda e oferta generalizadamente (p. 14), há que se concordar que os desequilíbrios de fluxo e estoque são a regra, e o equilíbrio a exceção.

Tais dificuldades analíticas levam Shaw a sugerir que o importante a observar — no que concerne à natureza da economia — não é o fenômeno de desequilíbrio, mas sim sua estabilidade ou instabilidade. Para ele, a síndrome intervencionista é o fator de instabilidade (ou, literalmente, do desequilíbrio significante) *par excellence* dentro do “episódio cíclico” que se inicia a partir de um “choque, interno ou externo”, sobre o *portfolio* dos agentes inicialmente ajustados ao sistema de “repressão” que “equilibra” o mercado de capitais.

Desta maneira, a racionalidade da intervenção pública como resposta à restrição doméstica de capital ao nível da unidade econômica

é reconhecida, embora prevaleça a “presumption that such policies are inferior”¹⁶ e desestabilizadoras do desequilíbrio agregado. Porém, com a mudança de ênfase da crítica do ajustamento para a crítica da liquidez,¹⁷ isto é, do financiamento do ajustamento, abandonou-se a base teórica para o *ranking* da inferioridade ou superioridade de políticas alternativas — a teoria das distorções e do bem-estar — com conseqüências lógicas para um importante subproduto, isto é, a teoria da proteção.

4 — A síndrome intervencionista

Aos meios utilizados pelo Estado para fazer face à inexistência de instituições operantes que liberem a restrição de capital da empresa individual, os autores denominam de “síndrome intervencionista”. Para que este termo não se torne um simples cabeçalho de um catálogo de reclamações sem base científica e para que se entenda seu significado em relação à tese de Mckinnon, creio que seria instrutivo dividir as intervenções do setor público em três tipos principais: a) intervenções de ajustamento, b) intervenções de liquidez e c) intervenções de equilíbrio entre os valores interno e externo da moeda. Diga-se, de início, que os autores não fazem tais distinções, preferindo apenas citar algumas intervenções a título de ilustração (Mckinnon, Cap. 3; Shaw, pp. 12 a 15).

As intervenções de ajustamento visam à manutenção contínua do processo de diversificação e ampliação das estruturas de oferta de ativos reais e financeiros, processo este inerente à decisão política nacional em manter a economia aberta e em contato com estruturas produtivas diversificadas. Estas são intervenções dirigidas ao estoque de ativos reais, inseridos no mercado nacional, do setor não-financeiro de produção. Aqui, os autores incluiriam quaisquer restrições ou incentivos relativos a *quantidades* relacionadas direta e

¹⁶ Mckinnon, “On Misunderstanding ...”, *op. cit.*

¹⁷ Por crítica do ajustamento refiro-me à literatura teórica e empírica que, baseada, direta ou indiretamente, na doutrina das vantagens comparativas, critica a “Ineficiência” da expansão e diversificação contínuas da estrutura de oferta de ativos dos chamados países menos desenvolvidos.

indiretamente aos fluxos deficitários do balanço de pagamentos em transações correntes durante o processo de expansão contínua.¹⁸ Isto é, restrições quantitativas às importações e, em geral, restrições não-tarifárias: licenças de importação, lei dos similares, incentivos ao investimento estrangeiro, concessão de privilégios monopolistas, etc.

As intervenções de liquidez dizem respeito ao financiamento do ajustamento da estrutura de ativos reais e financeiros *vis-à-vis* às dos parceiros comerciais e financeiros externos. Estas são dirigidas, de um lado, à necessidade de expansão do passivo exigível de longo prazo do setor não-financeiro e, de outro, à necessidade de manutenção ou incremento do grau de liquidez do capital de giro (ou da velocidade de realização do capital circulante líquido).¹⁹ Os autores classificam o que chamamos de intervenções de liquidez de repressão financeira, cuja expressão, segundo eles, seria dada por um baixo coeficiente monetário (M_2/PNB), tendo sua causa atribuída à manutenção, pelas Autoridades Monetárias, de taxas reais de juros sobre operações ativas e passivas do setor monetário (isto é, a diferença entre a média de taxas nominais e a taxa esperada de inflação) fora de seus níveis de equilíbrio.

A terceira e última dimensão da síndrome intervencionista se expressa no que chamamos de intervenções de equilíbrio entre os valores interno e externo da moeda. Estas são intervenções e controles sobre *preços*. Sua compreensão objetiva seria facilitada se se entendesse que em desequilíbrio agregado não é indubitável que o valor da produção agregada e a renda auferida pelos participantes do processo produtivo se igualam. Decorre daí que a intervenção pública na fixação e controle de preços, isto é, tarifas alfandegárias, taxa cambial, taxas de juros, preços mínimos, inclusive salário, *transforma* o valor da produção esperado pelas unidades econômicas (a expectativa de preços relativos) em renda realizada no processo de intervenções de equilíbrio.

¹⁸ Exceto aqueles pertinentes aos chamados "serviços dos fatores".

¹⁹ Como tal, as intervenções de liquidez são inseparáveis das intervenções de equilíbrio entre os valores interno e externo da moeda.

5 — Teoria

São quatro os postulados da teoria monetária neoclássica escolhidos pelos autores para objeto de suas críticas, a saber:

i) Os mercados de capitais operam perfeitamente, e com custos irrisórios, no sentido de igualar os retornos reais de ativos não-monetários com uma única taxa de juros, isto é, a taxa de juros nominal que reflete acuradamente a taxa esperada de inflação;

ii) Fatores e produtos são perfeitamente divisíveis. Existem retornos constantes de escala e, conseqüentemente, a função de produção da unidade individual pode ser considerada uma réplica escalar da função de produção agregada;

iii) Pelos postulados i e ii a importância da moeda se prende à sua utilidade como meio de troca, não exercendo papel relevante na acumulação de capital, na medida em que a divisibilidade dos investimentos não requer a acumulação discreta de poupanças;

iv) A política fiscal pode ser utilizada a custos desprezíveis para ajustar a taxa agregada de investimentos através de *deficits* ou *superavits* no orçamento.

Os autores, por sua vez, constroem as seguintes hipóteses:

a) A oferta de bens e serviços, em equilíbrio igual à renda, depende funcionalmente do estoque real de moeda (Mckinnon, p. 86); para Shaw ela depende de ativos fixos produtivos e trabalho heterogêneo aplicados na indústria financeira, assim como da tecnologia financeira utilizada;

b) As variações do nível de preço dependem das variações na oferta e demanda de moeda;

c) Em confronto com o postulado i da teoria convencional, supõe-se que o autofinanciamento prevalece no setor não-financeiro;

d) As indivisibilidades em investimentos são atributos fundamentais do processo de acumulação de capital;

e) O governo não participa diretamente da acumulação de capital através de sua política fiscal;

f) As Autoridades Monetárias controlam a taxa de retorno real sobre encaixes monetários através do controle da oferta de moeda e do controle sobre as taxas nominais de depósito.

A crítica de Shaw e Mckinnon centra-se nas sugestões de políticas monetária e fiscal que emanam dos postulados neoclássicos acima especificados. Tais sugestões seguem-se logicamente da dedução de um efeito-renda positivo e de um efeito-substituição (entre ativos monetários e ativos reais) negativo a incrementos marginais de encaixes reais.

Com criação de moeda a custos sociais nulos, assim vai o argumento, as Autoridades Monetárias poderiam induzir os detentores de encaixes reais a aumentá-los ao ponto de "liquidez plena", quando a produtividade marginal de M/P igualar-se-ia a zero. Contudo, tal esforço das Autoridades esbarraria nas dificuldades administrativas do pagamento de juros sobre encaixes monetários e na miopia dos detentores de moeda, que não veriam os altos custos de transações a um estoque real de moeda abaixo de seu nível ótimo. Assim, as Autoridades deveriam optar por uma taxa estável (M) de crescimento do estoque de moeda, de modo a induzir uma desinflação contínua. Tal é a regra de liquidez plena. Por outro lado, para que a otimização da política monetária não induzisse um efeito adverso na otimização da acumulação de capital, via efeito-substituição negativo, a política fiscal deveria ser orientada de modo a adaptar o orçamento governamental à obtenção da taxa de investimento agregado, geradora de incrementos de renda real compatíveis com a "regra de ouro" da acumulação.

A contribuição que os autores pretendem dar pode ser resumida na seguinte proposição: "if the desired rate of capital accumulation [and hence private saving] increases at any given level of income, the average rate of real cash balances to income will also increase" (Mckinnon, p. 57). A base do argumento é a necessidade de altas taxas de juros reais a serem obtidas pela liberalização do mercado de capitais.

O efeito de altas taxas reais em operações ativas e passivas sobre o aumento simultâneo de investimentos em ativos reais e de encaixes reais de moeda é obtida através da hipótese de complementariedade dos ativos acima mencionados. Para Mckinnon, o aumento de retornos reais sobre encaixes monetários de um lado aumenta a demanda real de moeda do poupador-investidor fisheriano e, de outro, pelo aumento da taxa de juros sobre o passivo financeiro das empresas "significantly above the marginal efficiency of investment in existing techniques, one can induce some entrepreneurs to disinvest from inferior processes to permit lending for investments in improved technology and increased scale in other enterprises" (p. 15). Como, por hipótese, a indivisibilidade dos investimentos é importante, isto é, gera retornos crescentes de escala, o modelo produz a complementariedade que se propõe demonstrar. Neste sentido "a rise in the average rate of return to physical capital increases desired real cash balance holdings because the rise is associated with an increase in the investment/income ratio" (p. 60). Adicionalmente, como Mckinnon não descarta o efeito-substituição negativo, visto postular M/P como insumo primário, sua contribuição resume-se em postular retornos crescentes aos investimentos a uma taxa de poupança elástica aos aumentos de encaixes reais.

Para Shaw "the essence of financial liberalization and deepening is release of real rates of interest to disclose the scarcity of savings and to stimulate saving, to raise accessible rates of return on investment, and to discriminate more effectively between investments" (Shaw, p. 77). A explicação de Shaw do por que a "liberalization" implica um aumento simultâneo dos encaixes reais e do coeficiente de investimento, diverge daquela dada por Mckinnon. Aquele nega, por definição, a existência do efeito-substituição (p. 70) porque "real money (does not count) as social income". O que existe, segundo Shaw, é um efeito-renda negativo do aumento de encaixes reais porque os serviços do sistema monetário competem com os demais setores econômicos por recursos reais.

Para Shaw, o aumento real da base financeira, associado à liberalização das taxas de juros, está ligado a um efeito-poupança e a um efeito-investimento. Entretanto, o argumento é desenvolvido totalmente em bases apriorísticas.

O efeito-poupança seria uma consequência do “surgimento de novas oportunidades de investimento” devidas à liberalização do comércio exterior; ou então porque “um aumento no estoque real de moeda permite uma maior fluidez do crédito bancário”; ou ainda porque “medidas para aumentar as taxas de retorno sobre ativos financeiros estendem o horizonte dos poupadores”. O efeito-investimento se resume na repetição, já monótona, de que o crescimento financeiro “is conducive... to more discriminating choices between investment alternatives” (p. 75).

Aceitando-se, por um momento, a liberalização das taxas de juros, caberia perguntar como o Estado intervencionista levaria a cabo sua conversão ao poder estabilizador das forças do mercado. Mckinnon oferece a seguinte estratégia desinflacionária: “The orthodox direct restraints on the *supply* of money and credit are indeed likely to bring misery and hardship in their wake. One can, however, deflate in a quite different way. Instead of operating directly to reduce the supply of money and credit at disequilibrium rates of interest, the authorities can *increase the demand for money* by raising expected returns to the holders of money ... The real return on holding money, ..., can be made to rise quickly in the course of deflation by a *credible* (ênfase nossa) fall in price movements expected in the future, coupled with a suitable and *delicately adjusted* (*idem*) rise in nominal rates of interest... paid to depositors” (pp. 88 e 86).

No mais, segue-se o desenrolar necessário de reformas complementares nos mercados monetário, de capital, cambial, e a reforma do sistema fiscal, que, por experiência prática ou por simples dedução analítica, os autores acham por bem generalizar. Como sempre, seguindo o método analítico de “abrir” a economia após analisá-la parcialmente como economia fechada, os autores parecem ter perdido a perspectiva do que pode realmente ter sido o fator condicionante básico do aumento de densidade financeira em sua amostra de economias, isto é, uma folga relativa no mercado internacional de capitais. Tal incompreensão leva Mckinnon a subverter a ordem dos fatos, pretendendo idealmente que no processo de crescimento financeiro a opção estaria aberta entre fazê-lo ou não com capital externo. E num estranho jogo de retórica populista neoclássica re-

lembra a possível inconveniência do capital externo ao citar o modelo japonês de crescimento, enquanto Shaw até acena com redistribuição de renda com crescimento financeiro.

6 — Conclusões finais

Os livros dos Professores Shaw e Mckinnon merecem uma apreciação crítica muito mais cuidadosa do que a permitida pelas limitações de uma resenha. Por pretenderem dar um tratamento ao problema do financiamento da acumulação de capital que se estende desde a crítica teórica aos modelos convencionais até os aspectos operacionais de suas visões *neo-laisser-fairianas*, eles merecem atenção crítica.

Tudo tendo sido dito e posto, o leitor termina a leitura com a impressão de que a resposta à “presunção de inferioridade da intervenção” para fazer face à inexistência de um mercado de capitais de longo prazo é substituída pela argumentação apriorística de que a conjunção das forças de mercado com a política econômica da distensão de controles e de intervenção nos mercados financeiros, de capital, cambial, e de mercadorias levaria, quase que automaticamente, às condições objetivas e subjetivas de neutralidade inflacionária, que é a base sob a qual se assenta o desenvolvimento do mercado de capital em termos privados. O argumento nos parece apriorístico porque não tem base teórica objetiva e nem é validado na análise institucional dos países que experimentaram um aumento de densidade financeira. Ironicamente, no caso brasileiro, o gradualismo desinflacionário do período que assistiu a arrancada financeira (1968/73) foi acompanhado de doses historicamente atípicas de intervenção governamental no processo de mudança de preços relativos. Isto é precisamente o que necessita ser explicado.

O mérito de Mckinnon se encontra em sua crítica à visão neoclássica, pretensamente neutra, que vê a intervenção estatal como uma irracionalidade de comportamento, movida por objetivos extra-econômicos, ao preterir as combinações adequadas de impostos e subsídios que corrigiriam as distorções porventura existentes nas normas de eficiência. Mas, a partir deste ponto, a relação entre acumulação de capital e processos monetários resume-se em uma mudança de

hipóteses que geram os resultados que se pretendia obter na sugestão de política de estabilização. A elucidação da relação entre processos monetários e acumulação de capital fica, assim, prejudicada.

Importaria muito mais que os Professores Shaw e Mckinnon nos ajudassem a responder qual o impacto primário e contínuo da acumulação de capital numa economia sem um mercado de capital desenvolvido. Poderíamos conjecturar que tal impacto se dá ao nível de uma diminuição de liquidez da empresa individual na expectativa de que forças exógenas à empresa adequarão a realização de seu ativo circulante líquido de modo que o empresário possa realizar a taxa de lucros desejada. Entre tais "forças exógenas", a intervenção e controle estatal sobre preços pode ser vista como provedora de uma "seqüência relacionada de escolhas"²⁰ sobre a flexibilidade de realização do ativo circulante, na medida em que a admissão de "imperfeições de mercado" deve, logicamente, rejeitar que seja o mercado, em geral, que propicie tal flexibilidade. Precisamos de uma teoria de liquidez e não de oferta e demanda de moeda, simplesmente.

Por último, cabe novamente creditar aos autores o mérito de não só enfatizar a necessidade do aumento de densidade financeira como também procurar mostrar que isto envolve custos sociais. Entre nós, por exemplo, as forças do mercado bancário têm, de um lado, aumentado na margem seus custos operacionais no processo de conglomerização financeira e, de outro, têm obstruído extramercado a expansão do sistema financeiro público, que seria o veículo *par excellence* para forçar uma baixa nos custos de intermediação.

²⁰ Veja-se J. Hicks, *op. cit.*, cap. II.