

Financiamento e Crescimento Econômico: Uma Visão Geral da Literatura e Posicionamento no Debate

LAVINIA BARROS DE CASTRO*

RESUMO O objetivo deste artigo é explorar a relação teórica entre financiamento e crescimento. O trabalho apresenta uma visão geral da literatura, incluindo tanto artigos clássicos como algumas contribuições mais recentes. Ao final, apresentamos a nossa posição no debate.

ABSTRACT *The purpose of this article is to explore the theoretical relation between finance and growth. The paper presents an overview of the literature, including not only seminal articles but also some recent contributions. At the end, we present our view on the subject.*

* Economista do BNDES.

Este artigo é baseado no primeiro capítulo da tese de doutorado da autora: "Financiamento do Desenvolvimento: Teoria, Experiência Coreana (1950-80) e Reflexões Comparativas ao Caso Brasileiro", CPDA, 2006, no qual a autora se beneficia das críticas de Jennifer Hermann. A autora agradece os comentários ao artigo de Antonio Barros de Castro e de Luiz Daniel Willcox. As opiniões expressas no trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora.

1. Introdução

A ligação entre financiamento e crescimento não é simples – e poderia ser incluída entre os assuntos que mais dividem os economistas. Isso porque a discussão sobre a importância do financiamento/crédito para o crescimento é rapidamente transformada em debate sobre a precedência da poupança sobre o investimento ou a tese oposta – tema que segrega economistas desde meados dos anos 1930.

De fato, a questão que sempre esteve presente desde que os primeiros autores discutiram a relação entre financiamento e crescimento é: quem segue quem? É o crescimento que cria seu próprio financiamento ou é o financiamento que precede o crescimento? Apesar de muitos trabalhos empíricos terem sido realizados na busca de responder a essa questão (aqui chamada de “problema da causalidade”), ela nunca foi satisfatoriamente resolvida.

As dificuldades para discutir o papel do financiamento do desenvolvimento começam por perceber que, no que se refere à teoria do desenvolvimento econômico, os trabalhos modernos – digamos, dos anos 1960 ao final dos anos 1980 – simplesmente ignoraram a questão.¹ Por exemplo, no famoso livro *Pioneers of development* [Meier e Seers (1984)], financiamento não é mencionado. Igualmente, no *survey* sobre economia do desenvolvimento de Stern (1989), financiamento tampouco é citado – nem mesmo na seção “tópicos omitidos”.²

Entretanto, isso não significa que a relação entre crédito/financiamento e crescimento seja um assunto ignorado em economia. Walter Bagehot, em 1873, defendia que o sistema financeiro tinha desempenhado um papel crítico na ignição da industrialização na Inglaterra, facilitando a mobilização de capital, e que a melhor mobilização de poupança poderia gerar maior eficiência na alocação de recursos e impulsionar a inovação tecnológica:

... A Citizen of Long in Queen Elizabeth's time ... would have thought that it was no use inventing railways (if it could have understood what a railway meant), for you would have not been able to collect the capital with which to make them. At this moment, in colonies and all rude countries, there is no large sum of transferable money; there is not fund from which you can borrow, and out of which you can make immense works [Bagehot (1873, p. 3-4) citado em Levine (1996, p. 22)].

1 Neste trabalho, freqüentemente, o termo “financiamento do desenvolvimento” deve ser compreendido como sinônimo de “financiamento do crescimento”. Embora o conceito de desenvolvimento seja bem mais amplo do que a mera variação do PIB per capita, diversos autores fazem uso indiscriminado dos conceitos.

2 Essa interessante observação foi feita por Levine (1996).

A fim de explorar a relação entre financiamento e crescimento econômico, este artigo foi dividido em cinco seções, incluindo esta introdução e as conclusões. Cada uma apresenta, de forma sumária, idéias seminais de alguns autores, conforme eles aparecem na história, buscando pontos em comum e divergências. Buscou-se aqui respeitar, na medida do possível, os termos utilizados pelos próprios autores, ainda que isso implique diferentes níveis de abstração teórica ao longo do texto. Esse é, aliás, um problema comum quando se colocam para debater entre si escolas que têm abordagens bastante distintas – certas vezes, antagônicas. Acreditamos, porém, que há certa riqueza nessa diversidade, na observação dos diferentes estilos e linguagens. Ao final do artigo, defendemos uma postura metodológica, com base nos autores vistos, para fundamentar o estudo de experiências comparadas de financiamento do crescimento. Uma aplicação do arcabouço analítico aqui defendido é feita, de forma bastante sumária, para a experiência brasileira no período 1950–1980. Trata-se, porém, de mera ilustração, sendo a análise desenvolvida em outros trabalhos.³

2. Schumpeter (1912) e Keynes (1937)

Em alusão aos aristocratas de Esparta que sancionavam ou puniam as decisões dos reis, Schumpeter disse, em 1912, que os banqueiros seriam “*the ephor of the exchange economy*”. Nessa obra, os bancos são vistos como essenciais para a expansão e a transformação do capitalismo.

The banker ...is not so much primarily a middleman in the commodity “purchasing power” as a producer of this commodity... He is essentially a phenomenon of development, though only when no central authority directs the social process. He makes possible the carrying out of new combinations, authorizes people, in the name of society as it were, to form them. He is the *ephor* of the exchange economy [Schumpeter (1934)].

Paradoxalmente, para discutir a dinâmica do crescimento, o autor começa seu texto como uma parábola que descreve uma economia estagnada, em que o fluxo de produção é perfeitamente estático e imutável e a acumulação de capital é nula. Nela, a economia se reproduz em um “fluxo circular”, que nunca altera ou expande sua criação de riqueza. Nesse contexto idealizado, basta que os meios de pagamento sejam fornecidos uma única vez para que circulem a uma velocidade fixa, satisfazendo às necessidades de troca da economia. Rotinas produtivas dominam o ambiente – e a

³ Ver Castro (2006), no capítulo 2, para uma aplicação do arcabouço analítico ao caso coreano (1950-1980) e, no capítulo 4, uma comparação entre as experiências brasileiras e coreanas de financiamento do crescimento.

competição entre firmas já removeu todo e qualquer lucro extranormal, no sentido marshalliano.⁴

O que interrompe o fluxo rotineiro acima descrito é justamente o surgimento de inovações. Somente por meio delas é que os lucros e o próprio crescimento econômico aparecem. Olhando pelo ângulo oposto, mudanças no “fluxo circular” não poderiam ter ocorrido se não fosse a criação de (novo) poder de compra. Essa criação corresponde exatamente ao que Schumpeter defendeu ser o principal papel dos bancos.

O surgimento de uma inovação torna possível ao empreendedor introduzir uma novidade (não necessariamente técnica) que lhe permite usufruir de uma quase-renda – “quase”, porque temporária. Após o empresário inovador (*after the pioneer*), segue-se o “enxame” de imitadores (*swarm of imitators*) [Heilbroner (1999, p. 296)]. A melhoria original é, então, difundida, ocorrendo um aumento dos investimentos e dos empréstimos bancários.

Os bancos são importantes não apenas para o **início** do processo de crescimento, na medida em que financiam as inovações, mas também durante o período de **difusão** de novas técnicas entre empreendedores. Entretanto, com o passar do tempo, a competição força o desaparecimento do lucro extranormal, na medida em que as inovações se difundem e rotinas são implementadas. Para que o processo de crescimento continue, outras inovações precisam ser introduzidas, a fim de criar (novas) fontes de lucro, que serão mais uma vez anuladas pela competição e pela difusão tecnológica.

A pedra fundamental proposta por Schumpeter – idéia desenvolvida posteriormente por Keynes – é de que investimento requer adiantamento de recursos financeiros (através de crédito), cujos correspondentes recursos reais ainda não existem. Não há o argumento de poupança prévia. Não apenas o investimento precede o crescimento, como tem sua própria dinâmica: começa com a procura de uma oportunidade de lucro extranormal, mas se espalha através da imitação. A busca por novas oportunidades de investimento (busca de quase-rendas) é a forma natural de evolução do capitalismo.

Keynes, assim como Schumpeter, acreditava que uma economia de troca é essencialmente distinta de uma economia monetária, na qual os bancos têm um papel crucial a desempenhar. Em uma economia monetária, defende

⁴ *Ou seja, todos os fatores de produção são remunerados pela sua produtividade marginal e os capitalistas recebem (apenas) suas remuneração pelo gerenciamento das atividades produtivas – conceito de “lucro zero”.*

Keynes, a criação de depósitos é a norma – os bancos não são meros depósitos de recursos ociosos. Assim, satisfeita uma determinada “margem de segurança” mínima, estabelecida pelas expectativas dos bancos de saques dos clientes e pelas autoridades monetárias ou instituições encarregadas, são os bancos – e não os poupadores – que iniciam o processo de investimento e, portanto, de crescimento.

Entretanto, não foi Schumpeter, mas sim Keynes, quem discutiu em profundidade o papel dos bancos e o problema da liquidez, não apenas na *Teoria Geral*, mas especialmente em artigos publicados, posteriormente, no *Economic Journal*.

Neles, Keynes (1937) separou o problema do financiamento do investimento em dois passos: encontrar recursos líquidos (*finance*), sendo os bancos os provedores naturais, e achar uma fonte de *funding*. Os bancos podem antecipar momentaneamente liquidez – o que é considerado fundamental – mas alguém tem de concordar em ficar ilíquido por longos períodos de tempo, até que os investimentos possam se pagar. Investimento é a decisão crucial; os bancos são peças fundamentais, mas é preciso ainda arrumar fontes de recursos de longo prazo para viabilizá-lo.

De acordo com Keynes (1937), *finance* é um tipo especial de demanda por moeda, sujeito às suas próprias flutuações, que pressiona a taxa de juros. Antes de dar início a um novo investimento, o empreendedor necessita de uma quantia de recursos líquidos para enfrentar as suas necessidades imediatas de caixa. Entretanto, nada pode garantir, em princípio, que essa necessidade irá corresponder a uma imediata abstenção de consumo em algum lugar. A rigor, nesse momento do tempo, nem o investimento nem a poupança existem – o investimento é, ainda, apenas uma intenção. Somente após ele ter sido efetivamente realizado, é que a renda e, por conseguinte, a poupança aparecerão – através de um processo multiplicador.

Nesse sentido, é fundamental para o sistema econômico ter uma técnica que torne possível aos empreendedores obter recursos durante o interregno em que o investimento está sendo realizado, mas ainda não existe efetiva capacidade adicionada nem tampouco poupança [Keynes (1937, p. 246)]. Tendo o poder de criar moeda e fazer empréstimos, os bancos e as instituições de crédito determinam, em grande medida, a quantidade de financiamento (*finance*) disponível para a economia.⁵

5 Para o autor, o controle do *finance* pelas autoridades monetárias pode ser um método potente e perigoso para regular o investimento, mas é mais potente quando usado para controlar do que

Nessa concepção, os limites de crescimento econômico não são dados pela existência (ou não) de fundos emprestáveis (*loanable funds*). A poupança somente interfere no processo de crescimento econômico se a sua alocação for reflexo de maior preferência pela liquidez. O “problema da poupança” não é dado pelo seu volume (sempre igual ao investimento), mas, sim, pela sua alocação (resultante da preferência pela liquidez do público e dos bancos). Para que os empreendedores se sintam seguros e líquidos, alguém tem de concordar em se tornar menos líquido do que antes.⁶ A intenção de poupar mais pode até afetar a propensão natural de estar menos líquido, mas este é apenas um – e, para Keynes, o menos importante – entre os fatores que afetam a preferência pela liquidez de uma economia. Em geral, afirma o autor, *o finance* é proporcionado pelos bancos.

Os empréstimos bancários, entretanto, são, em regra, créditos de curto prazo e, portanto, não satisfazem completamente às necessidades de financiamento das empresas. Empreendimentos de maior fôlego geralmente necessitam, além de recursos que aliviem as restrições de liquidez, de recursos de mais longo prazo para cobrir – *fund* – o investimento. *Funding* é, assim, o processo pelo qual as famílias transferem, por um longo período, recursos para firmas endividadas, através da aquisição de ativos de longo prazo (tais como ações e títulos.). Tendo adquirido esses recursos, os empreendedores podem repagar aos bancos o crédito de curto prazo que tomaram emprestado, fechando o circuito do financiamento. A importância do *funding* é ressaltada na seguinte passagem:

... capital markets transform these liquid financial instruments into long-term capital investments in illiquid production processes. Because the industrial revolution required large commitments of capital for long periods, the industrial revolution may not have occurred without this liquidity transformation: The industrial revolution therefore had to wait for the financial revolution... [Bencivenga, Smith e Starr (1966, p. 243), citado em Levine (1996, p. 8)].

Uma questão relevante é que o tratamento usual não distingue a dupla natureza de fluxo e estoque da poupança. Em outras palavras, não diferencia a existência de um fluxo de poupança – a parte não consumida da renda a cada período – da riqueza acumulada ao longo de diversos períodos (estoque), que pode ser encontrada sob diversas formas: aplicações em fundos de investimento, caderneta de poupança, estoques de ouro, dólar etc. É

quando é usado para estimulá-lo [Keynes (1937, p. 248)]. Já a escassez de finance pode ser uma barreira para as decisões de investimento e, em consequência, para o crescimento da economia.

6 Deve ser observado que ter liquidez não implica disposição ao investimento, como em situações de “armadilha da liquidez”.

o fluxo de poupança que é sempre igual ao investimento, *ex post*.⁷ Já a igualdade entre o “desejo de poupar” e o “desejo de investir” (*ex ante*) não necessariamente existe. O investimento determina a poupança porque uma variação do investimento se traduz em aumento da renda e, através dele, cresce a poupança.

A natureza do *finance* e sua importância para o crescimento não significam, porém, que este possa ser ilimitadamente estendido. Em primeiro lugar, pelo lado da oferta, há o limite do pleno emprego. Acima do pleno emprego – nos dizeres de Kregel (1986) –, a liberação do crédito é apenas inflacionária. Em segundo, há o problema da preferência pela liquidez dos bancos, que reflete a sua avaliação de risco. Além dos limites impostos pela relação encaixe-depósito, há o risco para os bancos de, em liberando indiscriminadamente recursos, atrair “maus investidores”. Em terceiro, há ainda os limites impostos pelas autoridades monetárias.

Pelo exposto, torna-se claro que, se é possível identificar premissas em comum entre Keynes e Schumpeter – sobretudo no que se refere ao papel dos bancos em adiantar recursos que ainda não existem e, nesse sentido, não depender da existência de “fundos ociosos” (*loanable funds*) –, as ênfases são certamente distintas.

Schumpeter reforça o papel da inovação para a dinâmica do crescimento. Haveria uma relação entre incentivos concedidos por bancos à inovação (tornando-a endógena) e crescimento econômico. Em última análise, os bancos alteram a taxa de inovação da economia e, portanto, do crescimento. Em Keynes, o crescimento depende do investimento, que, por sua vez, requer a existência de bancos (fornecedores de liquidez, *finance*), mas também de mercados de capitais (ou mecanismos substitutos), que promovam uma transformação de maturidade de ativos de curto prazo (em geral, líquidos) em ativos de longo prazo, usualmente de menor liquidez. Esses recursos de prazo maior e menor liquidez correspondem ao conceito de “*funding*” proposto.

7 Contabilmente, numa economia fechada (para simplificar o raciocínio), a renda é igual ao consumo mais o investimento, e a poupança é igual ao consumo mais a poupança. Logo, por definição, poupança e investimento são sempre iguais no agregado (*ex post*).

Críticas

Em oposição aos escritos de Keynes e Schumpeter, diversos autores propuseram que o sistema financeiro respondesse automaticamente às demandas de crescimento (e não as precedesse). Na abordagem de Arrow-Debreu de estados contingentes, em que as decisões são tomadas sem custos de informação ou transação, não há simplesmente necessidade de um sistema financeiro. Até mesmo Joan Robinson, que chamava de “bastardo” qualquer um que, na sua visão, tentasse submeter a teoria de Keynes a fórmulas neoclássicas, disse: “Where enterprise leads, finance follows”. [Robinson (1952, p. 86) citado em Levine (1996, p. 1)]. Mais recentemente, autores defensores da hipótese de expectativas racionais também sustentaram que o financiamento pouco importa e que “economists badly over-stress” o papel do financiamento no crescimento. [Lucas (1988, p. 6) citado em Levine (1996, p. 1)].

Na realidade, a emergência das teorias de crescimento nos anos 1940-1950, enfatizando (1) o papel da poupança para o crescimento (modelos tipo Harrod-Domar), em conjunto com (2) o Teorema de Modigliani-Miller (a seguir definido), parece ter deixado pouco espaço para a discussão do papel do crédito e dos mercados financeiros para o crescimento econômico, pelo menos por um bom período de tempo. Naquela época, ficou estabelecida “a hierarchy in the dynamics of a capitalist economy: savers, as suppliers of saving/capital, ultimately determine the pace of accumulation, leaving almost no role for financial institutions” [Stuart (1995, p. 5)]. Daí decorre a ampla convicção de que o aumento da poupança (interna ou externa) seria condição para promover o crescimento.

A idéia de que formas institucionais não são importantes para o financiamento do crescimento é, provavelmente, um resultado da aplicação do Teorema de Modigliani-Miller (1958) à análise do desenvolvimento econômico. O teorema nos diz que “in the absence of taxes, bankruptcy costs, and asymmetric information, and in an efficient market, the value of a firm is unaffected by how that firm is financed”. Ou seja, não faz diferença se o capital da firma é constituído pela emissão de ações ou por meio de empréstimos bancários. Mais especificamente, o valor de uma firma não-alavancada (*unlevered firm*, isto é, firma financiada apenas por recursos dos proprietários sem recorrer a capital de terceiros) equivale ao de uma firma alavancada (*levered*, isto é, firma financiada com recursos próprios e pela constituição de dívida com terceiros).

O teorema implica aceitar que, em condições de competição perfeita, pouco importa a estrutura do financiamento. Foi essa proposição que veio a ser estendida ao contexto do desenvolvimento econômico. No caso, seria irrelevante se a estrutura do financiamento de um país se desse via crédito bancário, mercado de capitais, endividamento no exterior ou autofinanciamento. Na realidade, porém, o que o Teorema de Modigliani-Miller realmente nos diz é que, se a estrutura de capital importa, é porque uma ou mais de suas premissas foram violadas.⁸ Indo direto ao ponto: na ausência de mercados eficientes – *efficiency market hypothesis* (EMH), a ser discutida –, por exemplo, a estrutura de capital pode muito bem ser relevante, implicar custos/riscos diferenciados.

Seguindo na linha do tempo, chegamos aos anos 1960, quando foi lançado o livro de Gurley e Shaw, enfatizando exatamente a necessidade de desenvolver os mercados financeiros para acelerar o crescimento econômico. Basicamente, a idéia é que, através de técnicas de intermediação financeira, seria possível aumentar os níveis de poupança e de investimento e alocar de forma mais eficiente, entre oportunidades alternativas, recursos escassos de capital.

3. Gurley e Shaw (1960), Goldsmith (1969) e o Modelo Shaw-MacKinnon (1973)

A bem dizer, nem Schumpeter nem Keynes exploraram, de forma mais aprofundada, o papel de outros intermediários financeiros, além dos tradicionais bancos comerciais. Aqueles que primeiro o fizeram de forma organizada, considerando implicações diretas para o crescimento econômico, foram justamente Gurley e Shaw (1960) em *Money in a theory of finance*. Nessa obra, os autores propõem um estudo teórico sobre como dívidas, ativos financeiros, instituições e políticas financeiras contribuem para o processo de formação de preço e do produto – e como estes últimos são afetados por variações nos primeiros. Sua intenção, como está explicitamente colocado na introdução de seu livro, é desenvolver uma teoria de financiamento que abranja a teoria da moeda e uma teoria de instituições financeiras que inclua a teoria bancária (p. 1).

⁸ Exceto no que se refere à premissa da ausência de impostos, já que o teorema pode ser replicado com ou sem essa hipótese.

O primeiro ponto relevante ressaltado pelos autores é que o crescimento econômico necessariamente aumenta o endividamento das firmas. Em segundo lugar, o crescimento econômico requer o desenvolvimento do sistema financeiro, embora se admita existência de *feedbacks* entre a intermediação financeira e o crescimento. Por fim, reconhece-se que o próprio desenvolvimento financeiro afeta o *mix* dos ativos financeiros disponível para os agentes.

A principal inovação do livro de Gurley e Shaw é, de fato, a descrição do papel da **intermediação financeira não-bancária**. Todos os intermediários financeiros criam ativos financeiros: o sistema bancário cria meios de pagamento, outros intermediários criam agregados monetários de menor liquidez. Cada um cria a sua própria e única forma de dívida.⁹ Há, todavia, semelhanças entre a atividade dos dois grupos de instituições: “Both acts as intermediaries in the transfer of unspent incomes from surplus to deficit units. Moreover ... both are capable of creating loanable funds, of bringing about an excess stock of money and of producing an excess of ex-ante investment over ex-ante saving” [ibidem, p. 202].

A conclusão dos autores é que a intermediação financeira, tomada em seu conjunto (incluindo bancos e outras instituições financeiras), aumenta o potencial de crescimento da economia, na medida em que permite a realização de investimentos que, de outra forma, não existiriam, tal como Keynes. Entretanto, diferentemente desse autor, a ênfase na importância do papel dos intermediários financeiros vai, ao final, na possibilidade de melhorar a alocação de poupança.

Se Gurley e Shaw contribuíram para organizar o debate teórico sobre o papel do financiamento no crescimento e para criar uma sólida estrutura teórica dentro do paradigma de equilíbrio geral, foi Goldsmith o responsável por explorar a relação empírica entre essas variáveis e agregar padrões para medir o funcionamento (ou melhor, a funcionalidade) de um sistema financeiro.

Goldsmith (1969) foi o pioneiro a buscar medir empiricamente como mudanças nas estruturas financeiras ocorrem à medida que os países se desenvolvem, analisando a relação entre um *mix* de intermediários financeiros e resultados econômicos obtidos por 35 países durante o período 1860–1963.

⁹ *O sistema bancário cria o que se denomina primary assets (ativos monetários), enquanto o sistema não-bancário cria indirect securities (ativos não-monetários e ações). Enquanto o primeiro é utilizado como meio de troca, ações de empresas, por exemplo, carregam apenas um direito de propriedade sobre uma determinada firma (p. 198-199).*

O autor defendeu a idéia de que, à medida que os países se tornam mais ricos ao longo do tempo (ou passam de países pobres para países ricos): a) a intermediação financeira (mensurada como o total dos passivos dos intermediários financeiros em relação ao PIB) cresce; b) os bancos aumentam sua importância em relação à importância do Banco Central para a alocação de crédito; c) o sistema financeiro não-bancário (tais como seguradoras, bancos de investimento, fundos de pensão privado e financeiras) tem sua importância aumentada; e d) os mercados de ações se tornam mais robustos, quando medidos pela capitalização do mercado em relação ao PIB e mais líquidos (mensurado pelo número de transações em relação ao PIB, pela capitalização do mercado e pela diversidade das ações).

Seguindo a linha da investigação empírica de Goldsmith, foi lançado o famoso livro de McKinnon (1973) e, contemporaneamente, o trabalho de Shaw (1973), criando-se o chamado Shaw-McKinnon Model (SMM), muitas vezes presente nas recomendações do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial aos países em desenvolvimento.¹⁰

Basicamente, o SMM enfatizava a necessidade de criar mecanismos institucionais internos para estimular a poupança, abrir o sistema financeiro nacional para o capital estrangeiro e eliminar a “repressão financeira” ou outras restrições que inibissem o bom funcionamento dos mercados (*market clearing principle*) [Stuart (1995)]. Embora os mercados financeiros se colocassem no cerne da questão do crescimento, a razão considerada principal para o subdesenvolvimento passa a ser a escassez de poupança, derivada da “repressão financeira” – sendo o objeto reprimido os ganhos dos poupadores. Proteger, através de reformas, os ganhos dos poupadores passa então a ser visto como condição para o desenvolvimento. Há uma relação determinística: a poupança gera o investimento (argumento da poupança prévia ou “teoria dos fundos emprestáveis”); e mercados financeiros livres (des-reprimidos) garantem a eficiência, no sentido de Pareto.

Os fundamentos teóricos do SMM são: a teoria dos fundos emprestáveis (equivalente ao conceito de poupança prévia),¹¹ as teorias de crescimento exógeno dos anos 1940 e 1950 (modelos do tipo Harrod-Domar) e a hipótese de mercados financeiros eficientes¹² [Hermann (2002)]: “A capital

¹⁰ Ver a discussão em Fry (1995).

¹¹ Ver os argumentos de Keynes no debate de 1937. Na realidade, Ohlin (1937) e Robertson (1937) tentaram defender que uma “teoria de fundos emprestáveis” era mais ampla do que a mera consideração de “poupança prévia”, mas Keynes provou a equivalência.

¹² Pode ser argumentado que outro pilar para o SMM é o Modelo Mundell-Fleming [Hermann (2002)]. Entretanto, suas implicações se referem às recomendações dos autores sobre a adoção de taxa de câmbio flutuante, não consideradas aqui.

market is said to be efficient if it fully and correctly reflects all relevant information in determining security prices.” Formalmente, um mercado é dito eficiente em relação a um conjunto de informações se os preços não são afetados quando se revela essa informação a todos os participantes. Ou seja, é impossível arbitrar, fazer ganho econômico com base no conjunto de informações [Malkiel (1992, p. 120)].

O SMM estabelece uma relação direta entre poupança e crescimento econômico. A mais importante diferença (em relação à teoria convencional) é o tratamento conferido à propensão a poupar, que deixa de ser vista como algo estrutural para ser uma variável influenciável através de políticas [Hermann (2002)].

Segundo McKinnon (1973), prevalece nos países em desenvolvimento uma atitude favorável à intervenção estatal no mercado de crédito, objetivando alavancar a industrialização. Entretanto, a tentativa de colocar os juros artificialmente baixos como estímulo à produção local levaria à ineficiência no uso dos fatores, bem como na escolha das tecnologias.

No SMM, a repressão financeira não apenas diminui a taxa de crescimento efetiva da economia, na medida em que reduz a propensão a poupar, mas também o que seria o equivalente à “taxa de crescimento natural” (modelos de crescimento do tipo Harrod-Domar), já que a menor disponibilidade de poupança inibe o progresso tecnológico. A poupança é vista como uma função da taxa de juros real, que depende do comportamento da inflação. Por conseguinte, a liberalização financeira e o controle da inflação aumentam os juros reais, em consequência, a poupança e, portanto, o crescimento efetivo. O crescimento potencial também se eleva, beneficiado pela maior taxa de progresso tecnológico (supondo que o desenvolvimento financeiro e a desregulamentação de mercado aumentem o acesso a técnicas mais sofisticadas para as firmas). Nesse novo contexto, não apenas a poupança interna aumenta (o que permite maior quantidade de investimento), mas também a qualidade do investimento interno é melhorada. A liberalização também contribui para maior flexibilização dos preços e, portanto, para o processo de convergência entre as duas taxas de crescimento, como no modelo neoclássico [Hermann (2002, p. 47-48)].

Resumindo, os resultados do SMM: a) a poupança é função das taxas de juros reais; b) a poupança financia o crescimento – argumento da poupança prévia; c) os mercados financeiros livres permitem a convergência (usando a hipótese de mercados eficientes – EMH) de taxas de juros nominais para a taxa real em um nível eficiente – ou seja, aquele necessário para colocar

poupança e crescimento no nível ótimo; e d) a repressão financeira gera escassez de crédito e, muitas vezes, o fenômeno do racionamento de crédito (negação do crédito independente dos juros cobrados): “which is seen as a fertile ground for inefficiency and an easy source of windfall profits to the banking system” [Fry (1989, p. 18), citado em Studart (1995, p. 23)].

Nesse contexto, a solução para o financiamento do desenvolvimento é simples e passa por um realinhamento de preços relativos: “For instance, the lifting of deposit ceilings is pictured as a panacea that would lead to the establishment of a superior equilibrium position with higher levels of savings, investment and growth” [Studart (1995, p. 21)].

Duas visões alternativas questionam a idéia de que a “desrepressão financeira” seja a solução (quase que imediata) para atingir o desenvolvimento. A primeira, poderíamos caracterizar como “abordagem histórico-institucional”, seguindo os passos de Gerschenkron (1973) e Zysman (1983), que enfatizam o papel de determinadas instituições (histórico-específicas), bem como bancos e mercados de capital, na promoção do crescimento. Nesse tipo de análise, mostra-se que, em experiências de industrialização tardia, o governo tem tido importante papel no financiamento do desenvolvimento – e que o arcabouço institucional é um aspecto fundamental característico de cada experiência histórica.

A segunda “visão alternativa” defende a existência de “falhas de mercado” que levam a resultados subótimos em termos de eficiência econômica. Na realidade, esse é um problema inerente ao tema, uma vez que: “any theory of the role of the financial system in economic growth (implicitly or explicitly) adds specific frictions to the Arrow-Debreu model” [Levine (1996, p. 5)].

4. Abordagem Histórico-Institucional e Abordagem das Falhas de Mercado

Institutions are durable systems of established and embedded social rules and conventions that structure social interactions. Language, money, law, systems of weights and measures, table manners, firms (and other organizations) are all institutions. In part, the durability of institutions stems from the fact that they can usefully create stable expectations of the behavior of others. Generally, institutions enable ordered thought, expectation and action, by imposing form and consistency on human activities. They depend upon thoughts and activities of individuals but are not reducible to them [Hodgson (2000, p. 5)].

O ponto de partida da abordagem histórico-institucional é de que não existe tal coisa como uma estrutura financeira ótima para fomentar o crescimento econômico, a ser implementada para todo e qualquer país *ad infinitum*. Considera-se que a eficácia de um determinado arcabouço institucional varia entre países e através do tempo. Enfatizando: não se pressupõe que estruturas financeiras distintas do paradigma dos mercados de capitais sejam, *a priori*, menos eficientes. Assume-se, até, que a relação teórica entre instituições e eficiência econômica nem sempre é positiva numa perspectiva histórica, mas sim complexa – e de difícil mensuração.

A idéia central nessa abordagem é que instituições, ao mesmo tempo, restringem e habilitam o comportamento humano: “A constraint, however, can open up possibilities: it may enable choices and actions that otherwise would not exist” [Hodgson (2000, p. 5)]. Em geral, aceita-se que instituições e convenções sejam não apenas funcionais, mas necessárias para reduzir a incerteza e propiciar a tomada de decisão por parte dos investidores. Entretanto, admite-se que, assim como a destruição de uma instituição pode ser desestabilizadora, um determinado arcabouço pode persistir ao longo do tempo, apesar de sua funcionalidade já ter se esgotado. Sendo uma fonte de previsibilidade, as instituições ajudam nos processos de tomada de decisão, mas também podem atuar como forças antagônicas ao progresso e ao crescimento econômico.

A conseqüência da aceitação dessa complexidade é que o conceito de eficiência do mercado de capitais, no qual o principal papel do sistema financeiro é alocar poupança entre projetos alternativos de investimentos, deve ser substituído por uma nova ferramenta capaz de comparar diferentes estruturas financeiras em seus papéis de promotores do crescimento [Studart (1995, p. 63)]. No lugar da eficiência (no sentido de Pareto), surge o conceito de funcionalidade (abaixo definido), que varia entre países e de acordo com os diferentes estágios de desenvolvimento de um mesmo país.

Functionality is defined as follows: a financial system is functional to the process of economic development when it expands the use of existing resources in the process of economic development with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances that may halt the process of growth for purely financial reasons. Functionality has two distinctive dimensions: one concerns the stability of the financial system and another is related to the allocation of real resources. This first is the macroeconomic dimension, the second, the microeconomic [Studart (1995, p. 64)].¹³

13 Uma outra forma de avaliar a funcionalidade é fixar metas (exógenas) e verificar o seu cumprimento (ou não). Studart, *idem*.

Além de substituir o conceito de eficiência pelo de funcionalidade, o principal papel atribuído ao sistema financeiro não é (apenas) o de alocar poupança em projetos de investimentos que competem entre si. Alternativamente, sua função primordial é criar instrumentos que reduzam a incerteza global da economia de forma a viabilizar projetos que, de outra forma, simplesmente deixariam de ser implementados.

Soma-se a isso o fato de que as instituições financeiras precisam, muitas vezes, antecipar recursos que ainda não existem – conforme Schumpeter e Keynes enfatizaram. Finalmente, rejeita-se a hipótese de eficiência dos mercados financeiros e as conclusões que dela decorrem. Refuta-se igualmente o Teorema de Modigliani-Miller, afirmando, ao contrário, que a escolha por uma estrutura financeira específica tem, sim, implicações, especialmente para o relacionamento entre os bancos e as indústrias.

Nessa perspectiva, comparando o sistema da Alemanha com o do Reino Unido (durante a última metade do século XIX e a primeira década do século XX), Gerschenkron (1973) observou que, no primeiro caso, era comum assistir a uma transformação de empresários do setor industrial em banqueiros. Dessa forma, teriam sido criados no país fortes laços históricos entre o setor bancário e o industrial – o que teria contribuído para um crescimento econômico mais rápido na Alemanha do que no Reino Unido. Com base no estudo dessa experiência histórica, Gerschenkron desenvolveu uma teoria das “vantagens do atraso”.

Para o autor, a possibilidade de crescer a taxas mais rápidas (*catch up*) existe porque já há, para os países retardatários, soluções tecnológicas disponíveis (que já foram testadas com sucesso). Mas, para transformar possíveis soluções em saídas efetivas, é necessário realizar investimentos cruciais – e o financiamento aqui se torna essencial.

Isso não significa dizer que o autor considerasse o esquema de financiamento do crescimento alemão superior ao inglês. O que Gerschenkron nos ensina é que, na ausência de acumulação de capital e de mercados de capital desenvolvidos, a existência de fortes relações entre o setor bancário e o setor industrial pode ser uma possível solução alternativa. Ou seja, o crédito concedido pelos bancos universais alemães foi um **substituto** institucional bastante eficaz, já que as relações de longo prazo entre bancos e clientes reduziam os riscos e os custos de aquisição de informação. Os mercados locais, deixados ao sabor de suas livres forças, dificilmente poderiam suprir (voluntariamente) os recursos de longo prazo e assumir o alto risco necessário para efetivar certos investimentos no estágio inicial de

desenvolvimento do país. Assim, em contraste com o ocorrido no modelo Shaw-MacKinnon, as conclusões de Gerschenkron dependem explicitamente do estágio de desenvolvimento do país.

Influenciado pelas idéias de Gerschenkron, Zysman (1983), reconhecendo a possibilidade da diversidade institucional, criou três “tipos ideais” de sistema financeiro. O primeiro se baseia em *mercados de capital*, com preços refletindo alocações de livre mercado; o segundo se baseia em *crédito, com preços administrados pelo governo*; e, finalmente, *instituições financeiras privadas* dominam o terceiro (sistema com base em crédito bancário privado). Em cada um deles, a influência das instituições financeiras é exercida por meio de mecanismos de *exit and voice*, no sentido empregado por Hirshmann (1982).¹⁴

Embora distintos em seus arranjos, os sistemas de financiamento classificados por Zysman têm em comum a necessidade de dispor de condições de captação de recursos a longo prazo. A formação dessas condições depende da capacidade de geração de poupança da economia (que depende, por sua vez, de condições estruturais, incluindo o grau de desenvolvimento econômico e a distribuição funcional de renda, bem como de aspectos conjunturais)¹⁵ e da existência de condições propícias à conversão de poupança agregada em poupança financeira, ou seja, ativos financeiros de médio e longo prazo [Hermann (2002b, p. 15)].

Na realidade, apesar de admitir a existência de modelos alternativos de estrutura financeira, a abordagem histórico-institucional parte do pressuposto de que existam desafios comuns ao financiamento de longo prazo em economias de industrialização tardia (*late commers* ou *late developing countries* – LDCs): a inexistência de um mercado de capitais desenvolvido, a ausência de grande acumulação de capital e o viés curto-prazista do crédito bancário.

Em relação ao último item, é preciso ter em conta que o “viés” decorre, em grande medida, da própria composição dos passivos bancários. Por causa

14 “In capital market-based systems with elaborate secondary markets, entrance to and exit from different financial holdings are quite simple process. The accumulation of the entrance and exit choices affects the price of different financial assets and thus the desirability of those assets and the allocation of funds between them ... In a credit-based financial system with administered prices, the voice of government will be heard along with that of the financial institutions; in a credit-based, bank-dominated system, the financial institutions will more often speak on their own” [Zysman (1983, p. 57)].

15 Por exemplo, a forte concentração de renda propiciaria o autofinanciamento.

da estrutura de suas obrigações – majoritariamente, captações de depósitos à vista ou de curto prazo –, as instituições financeiras e, em particular, os bancos comerciais se vêem limitados a emprestar em mesmos prazos, sob o risco de incorrerem em grandes descasamentos. Soma-se a isso uma certa aversão ao risco; chega-se a uma situação em que as firmas terão de recorrer (a fim de implementar projetos de investimento de maior fôlego) ao autofinanciamento ou ao endividamento externo. Em termos de estabilidade macroeconômica, é claro, os custos dessas alternativas são elevados. Soma-se a isso a observação de que: “... thin financial markets, which are the rule in LDCs, tend to be highly speculative and manipulated by a few big ‘insiders’. This creates a comprehensive mistrust amongst most small savers and even more potential institutional investors” (ibidem).

Deve ser aqui observado que, especialmente em países em desenvolvimento, algumas vezes as taxas de inadimplência são tão elevadas, que os juros necessários para cobrir os riscos tornam o mercado simplesmente inviável. Falta de empreendedorismo, pouco apetite para riscos, longo tempo de maturação dos projetos ou outros tantos motivos fazem com que o governo tenha de atuar para viabilizar investimentos. O ponto mais importante é que não há garantias de que o mercado, por suas próprias forças, proporcionará o crescimento máximo. Na realidade, há razões para duvidar de que isso ocorra – como argumentam autores analisando experiências tardias de industrialização.¹⁶ Dessa forma, a intervenção governamental não é uma exceção, mas a regra em experiências de industrialização tardia – e algumas foram bastante bem-sucedidas no alcance de crescimento econômico.¹⁷

Resumindo, na abordagem histórico-institucional, o arcabouço institucional importa, mas inexitem arranjos que possam ser considerados ótimos, desconsiderando o contexto histórico e o nível de desenvolvimento do país. Eles

16 *Esse problema das diferenças entre o ritmo de crescimento econômico e o desenvolvimento financeiro é particularmente grave nos chamados late comers e não nos pioneiros da industrialização, tais como Inglaterra e Estados Unidos. A história mostra que, no caso inglês, o ritmo do crescimento e da acumulação permitiu que o volume e a maturidade dos empréstimos evoluíssem gradativamente, sem causar grandes rompimentos para o processo de desenvolvimento [Studart (1995, p. 71)].*

17 *No caso coreano, bem como no brasileiro, diga-se, as dificuldades de captação e oferta de fundos a longo prazo levaram não apenas à necessidade de criação de instituições e mecanismos governamentais de financiamento, mas também à utilização em larga medida do autofinanciamento, bem como ao uso amplo de recursos externos, sendo no caso coreano essa última fonte ainda mais relevante do que no caso brasileiro. Ver Amsdem (1989, 2001), Chang e Evans (2000), Woo (1991) e Stiglitz (1993), apenas para citar alguns autores sobre a experiência coreana. Ver Sochaczewski (1993), Hermann (2002b), Studart (1995), Suzigan e Pereira (1972) e Tavares (1972), para o caso brasileiro.*

podem, no máximo, ser mais ou menos funcionais para fomentar o crescimento, considerando características nacionais (e históricas) específicas.

Em geral, os trabalhos que utilizam a abordagem histórico-institucional têm o formato de estudos de caso de um ou poucos países e raramente utilizam modelos estatísticos (já que o tempo, variável crucial na análise, é histórico e não reflete apenas o tempo calendário). No lugar da econometria, encontram-se ressaltadas considerações sobre aspectos legais, políticos, estrutura financeira e atores supostamente importantes para o esclarecimento das relações entre sistema financeiro, governo e indústria. Geralmente, esses estudos fornecem uma descrição detalhada da evolução do sistema financeiro durante um período de rápido desenvolvimento econômico. As principais críticas a essa abordagem referem-se ao fato de que a análise repousa em leituras ou interpretações próprias de uma única experiência histórica (ou de um grupo pequeno) – e que falha em controlar outros elementos determinantes do desenvolvimento econômico.

Nos termos do debate acadêmico, a idéia básica por trás da defesa da intervenção governamental na presença de falhas de mercado, em contraposição à abordagem histórico-institucional, é que o Teorema Fundamental da Economia do Bem-Estar (que afirma que, se uma situação é de equilíbrio competitivo, então ela é eficiente de Pareto) não fornece orientação para julgar em que condições o mercado se torna ineficiente. Se há mercados incompletos ou inexistentes (*missing or incomplete markets*), a estrutura financeira torna-se importante e o Primeiro Teorema do Bem-Estar falha, assim como falha o Teorema de Modigliani-Miller. A conclusão é de que, nessas situações, a intervenção do governo pode ser efetiva. Nos termos utilizados, a economia não é restrita de Pareto (*constrained Pareto optimal*).

Assim, a chamada “abordagem das falhas de mercado” pode ser aplicada em um grande número de situações nas quais o Primeiro Teorema do Bem-Estar não se aplica (mercados competitivos não garantem a eficiência de Pareto). A rigor, a prova desse teorema emprega hipóteses específicas: comportamento de tomador de preços (*price taker*), mercados completos com informações exógenas (ou seja, supõe-se que as informações não são afetadas por nenhuma ação que algum participante do mercado possa tomar), além de preferências localmente não saciadas. Tipicamente, em situações em que existe uma ou várias “falhas de mercado”, em que o teorema não se sustenta.

Fontes de falhas de mercado são: a) informações assimétricas; b) presença de externalidades; c) poder de mercado (presença de oligopólios ou mono-

pólios); e d) existência de bens públicos, definidos como bens não-rivais (*nonrivalrous*), isto é, situações em que o consumo do bem por um indivíduo não impede seu consumo por outro, e não-excludentes (*nonexcludable*), quando é impossível ou muito custoso excluir alguém do usufruto do bem.¹⁸ Nessas situações, as forças de mercado sozinhas podem gerar um resultado que não é ótimo no sentido de Pareto; e a intervenção governamental pode ser justificada se, através desta, os benefícios sociais da ação forem maiores do que os benefícios privados.

Não é garantido, entretanto, que a intervenção irá na “direção correta”. Situações “restritas de Pareto” (*constrained Pareto optimal*) são justamente aquelas em que, apesar de os mercados competitivos não proporcionarem um resultado ótimo, é impossível para o governo melhorar o bem-estar social. Além disso, mesmo em situações não restritas de Pareto (portanto, em que teoricamente é possível que os governos melhorem o bem-estar), não é certo que o resultado da intervenção seja positivo. Considera-se que, frequentemente, o governo resolve a falha de forma imperfeita. Ele pode, por exemplo, estar sujeito a pressões de grupos de interesses especiais e pode redirecionar o capital de formas dificilmente relacionáveis a qualquer correção de falha de mercado. Nesse sentido, existe um temor (em alguns autores, uma convicção) de que as “falhas de governo” sejam maiores do que as “falhas de mercado”.

De acordo com Stiglitz (1998), os mercados financeiros, por problemas de informação, são especialmente suscetíveis a resultados subótimos como consequência da presença de falhas de mercado: “... financial markets – whose essential role is to obtain and process information – are likely not only to differ from markets for conventional goods and services but to differ in ways that suggest that market failure will be particularly endemic in financial markets” [Stiglitz (1996, p. 24)]. Primeiro, a informação é algo crucial nos mercados financeiros, mas a informação não é simetricamente distribuída entre ofertantes e tomadores de empréstimo, de forma que problemas de risco moral e seleção adversa podem surgir. Pior, os custos de transação em certos mercados podem ser tão altos, que limitem as transações ou levem ao colapso desses mercados.¹⁹ Finalmente: “contrary to

18 Em alguns livros-texto, bens públicos são considerados um caso particular de externalidades. Ver Mas-Colel et al. (1995).

19 Ver Akerlof (1970). A existência de informação assimétrica é suficiente para gerar falhas de mercado, mas Stiglitz vai além em sua argumentação, dizendo que informação é também, “in a fundamental sense”, um bem público. Portanto, no contexto dos mercados financeiros, o problema da informação pode gerar ineficiência quando é amplamente difundida (porque se torna um bem público e existe o problema do free-rider) mas também quando não é pública (pois gera falha de mercado via informação assimétrica). Além disso, o autor argumenta que, frequentemente, os

Modigliani-Miller theorem, when information is imperfect, financial structure matters, as does the range of available financial instruments”.

Stiglitz (1993) considera que existem diversas manifestações de falha de mercado em mercados financeiros que podem justificar a intervenção do governo: a) necessidade de monitorar bens públicos; b) possibilidade de gerar externalidades através do monitoramento do sistema financeiro, aumentando a confiança no sistema; c) necessidade de evitar insolvências bancárias que possam ter consequências sistêmicas; d) ausência de certos segmentos no mercado de crédito (mercados incompletos ou inexistentes – *missing markets*), o que pode justificar, até mesmo, a oferta direta de crédito pelo governo; e) presença de fontes de ineficiência para a sociedade como um todo (projetos com os maiores retornos esperados para o empresário podem não ser aqueles com os maiores retornos sociais esperados); f) existência de competição imperfeita; e g) investidores desinformados.

Diferentemente da “abordagem institucional”, “a abordagem das falhas de mercado” busca, digamos, ser validada por modelos formais que, por definição, independem de experiências históricas específicas (ou país-específicas). No que tange à avaliação empírica, em vez de estudos de caso, utilizam-se análises *cross-country*, em econometria de painel.

No que se refere à disseminação da informação, a abordagem das “falhas” reconhece a existência de assimetrias – já a abordagem institucional enfatiza situações em que não há informação. Nesse sentido, a análise institucional é mais relacionada à incerteza do que ao risco. Ela enfatiza situações nas quais não existe uma função de probabilidade definida (os eventos são únicos e as decisões cruciais) – portanto, probabilidades não podem ser calculadas adequadamente.²⁰

Todavia, o problema sobre a inexistência de informação (incerteza) no contexto de experiências de desenvolvimento tardio (*catching up*) precisa ser, aqui, mais bem qualificada. Isso porque existe consenso sobre uma vantagem informacional derivada do atraso, uma vez que há um paradig-

gastos com informação não são proporcionais ao montante emprestado (natureza de custo fixo da informação), de forma que situações de monopólio-oligopólio podem surgir, o que por se é outra fonte de falha de mercado.

20 *O risco é uma situação na qual a probabilidade do evento é desconhecida, mas a função de distribuição de probabilidades é bem conhecida. Em oposição, uma situação de incerteza pode ser definida como aquela em que se desconhece a função de distribuição dos eventos – a soma das probabilidades dos eventos possíveis é maior do que um. Para a discussão de risco versus incerteza, ver Knight (1921).*

ma tecnológico a ser copiado/adaptado. Se, por um lado, é verdade que a incerteza não pode ser devidamente calculada, existe, por assim dizer, uma estrada a ser seguida.

Realmente, para países em desenvolvimento, não é necessário enfrentar os elevados riscos da pesquisa tecnológica e das atividades de inovação – o que, de fato, seria impossível, considerando a falta de recursos financeiros e humanos dos países subdesenvolvidos. Todavia, ainda que as técnicas a serem copiadas sejam, algumas vezes, pouco apropriadas às dotações de recursos nacionais dos países que estão fazendo o *catching up*, elas contêm soluções (conhecimento técnico-científico) que garantem vantagens e podem ser, em alguma medida, adaptadas e importadas de países industrializados. Assim, a questão mais importante se torna como mobilizar recursos financeiros e recursos reais para viabilizar o *catching up*. Em outras palavras, como enfrentar obstáculos, incluindo a existência de forças políticas contra a industrialização representadas por interesses, por exemplo, agrário-exportadores. E quanto a “enfrentar as incertezas”, pode ser dito que países em desenvolvimento não têm informação sobre o próprio passado (já que não há dados disponíveis), mas eles já sabem algo importante sobre o seu futuro – usando a velha metáfora de Marx. Sabem como são as estruturas técnicas superiores.

De toda forma, há aspectos em comum entre a abordagem histórico-institucional e a das falhas de mercado: a) existe a convicção de que as livres forças do mercado (em especial, no contexto de mercados financeiros) não garantem *per se* a eficiência – negando as conclusões do SMM; e b) existe um papel para a intervenção do Estado nos mercados financeiros (em outras palavras, a intervenção do governo poderia impulsionar o desenvolvimento). As diferenças de método entre ambas as abordagens são, entretanto, enormes.

5. Conclusões e Posicionamento no Debate

Chega a hora de, enfim, nos posicionarmos no debate.

Para nós, a abordagem histórico-institucional é a mais apropriada para analisar experiências de desenvolvimento financeiro comparado. Em particular, o conceito de substitutos gerschenkronianos nos é particularmente caro, na medida em que permite perceber respostas distintas a problemas semelhantes. A tipologia de Zysman também nos parece útil para julgar,

comparativamente, experiências históricas. Por meio dela, o financiamento do desenvolvimento pode ser compreendido de forma melhor, tanto no sentido de dar uma racionalidade para as escolhas históricas feitas (a partir das características dos países), como para compreender suas implicações para o relacionamento entre firmas, bancos e Estado.

Aplicando esse tipo de análise à experiência brasileira de desenvolvimento, por exemplo, é fácil reconhecer a inexistência de fontes privadas de financiamento disponíveis e o papel do Estado como provedor do financiamento de longo prazo, quando a industrialização brasileira toma impulso.

Historicamente, o Brasil foi uma economia primário-exportadora, cujas necessidades de financiamento eram relativamente pequenas. Isso porque o financiamento da produção não envolvia muito mais do que o pagamento dos salários e a terra consistia no principal ativo físico, que podia ser expandido pela simples incorporação de novos territórios, abundantes [Studart (1995)]. A partir da intensificação da industrialização nos anos 1950, porém, se tornou rapidamente evidente que o baixo desenvolvimento do sistema financeiro nacional era um obstáculo à industrialização. Era inadequado, inclusive, para financiar o consumo de bens duráveis e para as necessidades de capital de giro das indústrias que estavam sendo instaladas. Além disso, a emissão de ações era desencorajada pelo próprio tamanho diminuto dos mercados, pela ausência de bancos de investimento que estivessem dispostos a subscrever as emissões, pela estrutura familiar das empresas e pelo próprio desvio de recursos na direção de bens duráveis e do mercado imobiliário dado pelo contexto de inflação crônica vigente [Studart (idem)].

O panorama do sistema financeiro brasileiro antes dos anos 1950 tinha as seguintes características: predominavam bancos comerciais que emprestavam somente a curto prazo; os mercados de títulos e de bolsa de valores possuíam dimensões irrisórias; o autofinanciamento (com conseqüências inflacionárias) era largamente utilizado; e o contexto de inflação crônica, sem mecanismos de indexação de contratos, transferia recursos para a especulação imobiliária, drenando fundos das atividades produtivas [Sochaczewski (1980)].

Ao longo dos anos 1940 e 1950, porém, ocorreu um duplo movimento: o Banco do Brasil (BB) passou a exercer, de forma gradual, maior controle sobre o setor bancário (sem deixar de atender aos bancos em dificuldades através da Carteira de Redescontos e da Caixa de Mobilização Bancária), ao mesmo tempo em que o sistema bancário se expandia. Conforme o país

avançava na industrialização, o caráter multifuncional do BB tornava-se cada vez mais proeminente. À medida que este se consolidava como o principal banco comercial do país, crescia sua atuação como agente financeiro do governo. Apesar dos controles exercidos por ele sobre os bancos comerciais, a inexistência de requerimentos mínimos de caixa permitia uma expansão significativa (sem limite preestabelecido) do crédito, tornando difícil a condução da política monetária.

Com o intuito de financiar projetos de infra-estrutura para solucionar os identificados “gargalos estruturais”, que inviabilizavam o crescimento econômico, e reconhecendo que a passagem de uma economia de base agrícola para economias de base industrial e urbana trazia novas e maiores necessidades de financiamento (e sem um mercado de capitais desenvolvido), foi criado, no Brasil, o BNDE, em 1952.

Foi por meio da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEUA) e diante da promessa obtida de apoio americano, que se optou pela criação da instituição. O BNDES seria o gestor do Fundo de Aparelhamento Econômico e deveria administrar e garantir os créditos em moeda estrangeira comprometidos com o programa de mesmo nome – além de analisar e financiar projetos integrantes daquele programa. Porém, no fim de 1952, com a guinada na orientação do governo dos Estados Unidos em relação à América Latina e o abandono das promessas de financiamento, o Banco teve de reformular o programa recebido da comissão, passando a trabalhar com um montante de recursos muito inferior [Monteiro Filha (1994)]. Com os recursos externos frustrados, o financiamento, por exemplo, do ousado Plano de Metas que se seguiria se tornou muito mais complexo.²¹

21 *Em primeiro lugar, alguns impostos foram criados ligados a metas específicas, como para financiar as metas de automóveis (aumento da tributação nominal e diferencial). Em segundo lugar, criou-se a instrução 113 da Sumoc (na realidade, em 1955), que permitia a importação de máquinas e equipamentos sem contrapartida cambial, um instrumento que favorecia as empresas de capital estrangeiro [ver Orenstein em Abreu (1990)]. Em terceiro lugar, o BNDE contribuía de forma fundamental, fornecendo créditos em prazos longos e juros baixos (frequentemente negativos) e dando aval para o investimento externo. Embora a participação das metas relativa à alimentação (e, portanto, à agricultura) tenha recebido menores recursos, o Banco do Brasil também contribuiu para o financiamento do Plano de Metas, não apenas através de sua carteira de crédito geral e carteira de crédito agrícola e industrial, mas também através da oferta de swaps, de forma a reduzir os riscos para o setor privado. Embora o financiamento do plano tenha sido feito, em grande medida, por tributos, poupança compulsória e emissão de moeda, a Conta de Ágios e Bonificações também foi bastante utilizada como instrumento paraafiscal de arrecadação. O governo valeu-se da emissão monetária, sobretudo para a construção de Brasília, que não tinha recursos previstos pelo plano e para as compras de café [Lessa (1981)].*

Portanto, de forma diferente da Coreia, por exemplo, que, embora tivesse também o desafio da passagem de economia agrícola para economia de base industrial, recebeu abundantes recursos dos Estados Unidos sob a forma de ajuda externa no contexto de guerra fria, no período 1945–1960, o Brasil não pôde contar com a bonança dos recursos externos para o financiamento da indústria. Isso não quer dizer, todavia, que o país não tenha recebido fluxos de capital em volumes consideráveis, mas esses se deram sob a forma de empréstimos e financiamentos, incentivados também pela Instrução 113 da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc).

As reformas do sistema financeiro brasileiro que se seguiram ao governo Juscelino Kubitschek (após um período de crescimento mais modesto, entre 1962 e 1964) pretendiam criar uma estrutura de financiamento à imagem e semelhança da estrutura anglo-saxã, com segmentação financeira e complementaridade entre financiamento bancário e financiamento via mercado de capitais. Em linha com a análise do tipo Gurley-Shaw, a visão predominante no governo Castelo Branco (1964–1968) era de que a repressão financeira vinha detendo o desenvolvimento do país e que era preciso incrementar a poupança agregada. Entretanto, a ênfase do discurso brasileiro não recaiu propriamente no diagnóstico dos defensores da “teoria da repressão financeira”, isto é, na necessidade de elevar os juros, mas, sim, na introdução do mecanismo de correção monetária e no aumento da poupança pública.

Não obstante – e por razões que fogem ao escopo deste artigo analisar – as reformas do Plano de Ação Econômica do Governo (Paeg), bem como as tentativas posteriores de desenvolver o mercado de capitais nos anos 1970, não atingiram os objetivos pretendidos [Hermann (2002) e Giambiagi (1987)].

Nesse sentido (e, portanto, em função de razões histórico-institucionais específicas), o BNDES acabou por atuar como um substituto gerschenkroniano para a promoção da industrialização tardia (no caso, uma experiência de *late-late-development*). Dada a inexistência de fontes privadas de financiamento de longo prazo, o crédito público foi fundamental para o processo de desenvolvimento.

A bem dizer, a experiência brasileira se caracterizou pela forte presença do Estado no âmbito do financiamento de longo prazo, mas também pelo uso intensivo de fontes externas de financiamento (muitas vezes, utilizando instrumentos públicos de garantias, tais como os avais do BNDES), pelo fraco desenvolvimento do mercado de capitais (apesar de algum florescimento ao final dos anos 1960 e início dos anos 1970), pela manutenção da

importância do mercado informal de crédito (independentemente das tentativas de dissipá-lo, nos anos 1960) e pela presença do autofinanciamento como fonte importante de recursos [Castro (2006, cap. IV)].

Tivemos aqui um tipo de financiamento baseado em crédito bancário, em que a voz (*voice*) do governo se fez presente de forma determinante. Trata-se, portanto, do que Zysman (1982) qualificou como seu segundo tipo ideal, aqui mencionado: *credit-based financial system with administered prices*. Nele, o governo fixa o preço do crédito em diferentes mercados, sinalizando as prioridades macroeconômicas e de política industrial e interferindo na alocação de bens e serviços.

Foge aos objetivos deste artigo analisar a experiência brasileira em detalhes, sendo aqui utilizada meramente a título ilustrativo.²² Se a experiência de financiamento do desenvolvimento brasileiro pode ser compreendida de forma melhor numa abordagem que enfatiza aspectos histórico-institucionais, a adição de outros elementos teóricos nos parece contribuir.

Em um nível mais abstrato, defendemos que a abordagem histórico-institucional deve ser complementada por ferramentas e conceitos que ajudem a entender semelhanças e contrastes encontrados no curso do desenvolvimento econômico entre diferentes países. Especialmente quando estamos lidando com experiências marcadas pela rápida transformação estrutural, os caminhos são descontínuos – e há soluções distintas para problemas semelhantes. Ao buscar semelhanças, estamos, em alguma medida, focando elementos explicativos fora da história. Ao mesmo tempo, ao buscar diferenças, respeitamos os contextos específicos nos quais as decisões (que alteram o curso da história) são tomadas.

A solução mais freqüente para países que experimentam crescimento acelerado é que o esquema de financiamento se baseie no crédito bancário, através do qual os bancos adiantam um capital que ainda não existe e estimulam o progresso técnico. Mas, se o setor bancário privado não se mostra disposto a fornecer o financiamento nos prazos e condições adequados, cabe ao Estado intervir, criando instituições que o forneçam ou reduzindo os riscos privados através da provisão de seguros e janelas de redesconto, em condições favorecidas. Sem um mercado de capitais bem desenvolvido (ou um esquema de crédito privado), a questão do financiamento do crescimento rápido se torna um desafio que se impõe:

²² Ver Castro (2006) para uma análise comparada dos processos de financiamento do crescimento no Brasil e na Coreia, no período 1950-1980.

In many Last Development Countries the process of growth and structural change is faster than one can expect the financial structure to develop, especially as regards the capacity to fund ongoing investments. This means that, unless other arrangement exists to overcome the gap between financial and economic development, growth will be constantly constrained by the lack of sources for financing or surges of financial instability [Studart (1995, p. 76)].

Em nosso parecer, a abordagem histórico-institucional é compatível com os princípios keynesianos e schumpeterianos apresentados ao longo desse artigo. Dessa forma, defendemos que, para analisar o desenvolvimento de sistemas financeiros, a análise histórico-institucional seja colocada em uma moldura teórica keynesiana-schumpeteriana. Particularmente, a teoria keynesiana nos parece interessante porque incorpora as duas dimensões do processo do investimento: busca de fontes de liquidez e de fontes de recursos de longo prazo – mais do que isso, dispensa a existência de fundos ociosos como pré-requisito para que o investimento ocorra. Em contraposição, a ênfase na existência de fundos ociosos (poupança prévia) nos parece ignorar a importante distinção entre fluxo e estoque e também o papel fundamental dos bancos no processo de crescimento econômico. Mais grave, omite que os crescimentos da renda e da poupança só irão ocorrer se houver a decisão pelo investimento.

Por fim, vale a observação de que tanto a perspectiva histórico-institucional como os trabalhos de Keynes compartilham a ênfase na criação de instituições e convenções como elementos fundamentais para mitigar a incerteza e, assim, propiciar a tomada de decisões cruciais, aquelas consideradas fundamentais para o crescimento econômico.

Voltando ao caso ilustrativo do Brasil, concordamos com Castro (1994), que afirma que há duas instituições fundamentais criadas pelo governo brasileiro: o que chama de “convenção do crescimento” e a “convenção da estabilidade”.²³ A primeira implica não apenas acreditar que este é “o país do futuro” ou que estamos “destinados a crescer”, mas também recusar de forma veemente qualquer orientação (por exemplo, do FMI) da necessidade de desacelerar o crescimento ou mesmo retirar do poder quem quer que argumente nessa direção como forma de controle da inflação ou do desequilíbrio do balanço de pagamentos. Já a “convenção da estabilidade” é feita através da criação da correção monetária, em que se buscava estabilizar a taxa de inflação e não os preços [Castro (idem)].

23 A “Convenção da Estabilidade” de Castro encontra-se desenvolvida em Erber (2004).

Novamente, apenas para exemplificar, compartilhamos a idéia de que, na ausência da abundância de recursos externos disponíveis, o *fundings* no caso brasileiro teve de se basear, em grande medida, nos recursos do BNDE, embora fontes de recursos de curto prazo (*finance*) fossem relativamente abundantes.²⁴ Aqui, o papel jogado pelas instituições e convenções para alavancar o crescimento foi fundamental. Por exemplo, a convenção da estabilidade, através da criação do princípio da correção monetária, foi, durante anos, funcional para o crescimento. No longo prazo, porém, os amplos mecanismos de correção monetária se provaram um “ovo de serpente”. A inflação brasileira se tornou extremamente difícil de ser combatida e persistiu em patamares elevadíssimos por quase 15 anos. Esse exemplo permite constatar o princípio de que uma instituição/convenção pode ser funcional para o crescimento durante um determinado período, com graves conseqüências em termos de crescimento econômico posteriormente [Castro (2006)].

Por fim, resta nos posicionarmos quanto à abordagem de falhas de mercado. Embora concordemos que as ditas “falhas” sejam freqüentes no mercado de crédito, a visão da aqui caracterizada como “abordagem das falhas de mercado” não incorpora a noção de que em economias em desenvolvimento a problemática do financiamento é muito mais dramática.

Nos estágios iniciais de desenvolvimento, a inexistência do mercado de longo prazo não é meramente uma falha de mercado, um simples segmento inexistente, mas, sim, um problema estrutural que, se não solucionado, inviabiliza o crescimento. Particularmente, quando o crescimento da estrutura produtiva se dá a taxas aceleradas e o desenvolvimento do mercado financeiro modifica-se lentamente, urge encontrar uma solução, sob o risco de abortar o crescimento e/ou provocar um surto inflacionário. Não se trata de um problema de elevado risco, mas sim de incerteza forte.

Não negamos, contudo, a existência de falhas de mercado, procedentes, por exemplo, de assimetria de informação. Mas, diante de mudanças estruturais na economia, os conceitos de mercados inexistentes e de incerteza forte (portanto, de inexistência de informação em vez de assimetria) nos parecem mais adequados.

As análises institucionais são, porém, freqüentemente criticadas pela ausência de evidência estatística. Para resolver esse problema, defendemos a importância de buscar complementar a análise histórico-descritiva com

²⁴ Para uma elaboração dessa interpretação, ver Studart (1995) e Castro (2006).

análises quantitativas comparativas. É preciso, porém, reconhecer, quando se fazem comparações históricas entre experiências comparadas de desenvolvimento, que as limitações dos dados são muitas – e que o passado nem sempre é o melhor guia para prever o futuro.

Em relação à pergunta sobre a precedência do financiamento ao crescimento, nossa posição requer um esclarecimento. Trabalhos empíricos recentes mostram que a pergunta “quem segue quem?” (financiamento – crescimento) não tem resposta definida, o que se manifesta em testes de causalidade inconclusivos.²⁵

A força intuitiva desse fato é grande. Se concordarmos que o crescimento econômico gera recursos e, portanto, impulsiona o desenvolvimento da intermediação financeira; e que o aumento do crédito permite, por sua vez, que se acelere o crescimento, pelos motivos discutidos ao longo do texto, devemos concluir que, em vez do problema da causalidade, teremos desenvolvimento econômico e financeiro determinados conjuntamente (*feedbacks*). Nesse sentido, a pergunta da causalidade nos parece uma falsa questão, quando se está concretamente discutindo experiências históricas de desenvolvimento. *Há uma relação bidirecional, em que o desenvolvimento do mercado de crédito permite acelerar o crescimento; e o crescimento impulsiona maior desenvolvimento do mercado financeiro. A aceitação dessa relação de retroalimentação não implica, porém, a impossibilidade de escolha de uma determinada postura teórica e metodológica.*

Referências Bibliográficas

- AKERLOF, G. “The Market for Lemmons”. *Quarterly Journal of Economics*, LXXXIV, p. 488-500, 1970.
- AMSDEN, Alice H. *Asia's next giant – South Korea and late industrialization*. Nova York: Oxford University Press, 1989.
- _____. *The rise of “The Rest” – Challenges to the West from late-industrializing economies*. Nova York: Oxford University Press, 2001.
- BESSERMAN, Sérgio Vianna. “Duas Tentativas de Estabilização: 1951-1954”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

²⁵ Demiatres e Hussein (1996) realizam um teste convencional de causalidade de Granger, envolvendo um VAR bivariado de ordem K. Luintel e Khan (1999), por sua vez, fazem uma análise econométrica em um contexto multivariado, usando dados de dez países.

- _____. “Política Econômica Externa e Industrialização: 1946-1951”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- CASTRO, A. B. “Renegade Development: Rise and Demise of State-Led Development in Brazil”. In: SMITH, William; ACUÑA, Carlso H.; GAMARRA, Eduardo A. (org.). *Democracy, markets and structural reform in Latin America*. 1.ed. Miami: Transaction Publishers, 1993, v. 1, p. 183-214.
- CASTRO, Lavinia B. *Financiamento do desenvolvimento: teoria, experiência coreana (1950-80) e reflexões comparativas ao caso brasileiro*. CPDA/UFRRJ, 2006 (Tese de Doutorado).
- CHANG, Ha-Joon; EVANS, Peter. *The role of institutions in economic change*. Texto apresentado na conferência “The Other Canon and Economic Development”, Oslo, Noruega, 14-15 de agosto de 2000, p. 1-22.
- DAVIDSON, Paul. “Finance, Funding, Saving and Investment”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1986.
- DEMETRIADES, Panicos; HUSSEIN, Khaled: “Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries”. *Journal of Development Economics*, v. 51, p. 387-411, 1996.
- ERBER, Fábio S. “Innovation and the Development Convention in Brazil”. *Revista Brasileira de Inovação*, v. 3, n. 1, jan.-jun. 2004.
- GERSCHENKRON, A. *El atraso economico en su perspectiva historica*. Barcelona: Ediciones Ariel, Cap. I e Postscriptum, 1973.
- GIAMBIAGI, Fábio. *A economia brasileira nos anos do milagre: 1968/1973*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1987, mimeo.
- GIAMBIAGI, Fábio; VILLELA, A., CASTRO, L. B.; HERMANN, J. (orgs.). *Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
- GOLDSMITH, Raymond W. *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press, 1969.
- GURLEY, J. G; SHAW, E. S. “Financial Aspects of Economic Development”, *American Economic Review*, v. 45, p. 515-538, 1955.
- _____. *Money in a theory of finance*. Washington: Brookings Institution, 1960.
- HEILBRONER, R.: *The worldly philosophers: the lives, times and ideas of the great economic thinkers*. 6ed. Nova York: Touchstone Book, 1999.

- HERMANN, Jennifer. *Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2002 (Tese de Doutorado).
- _____. “Financial System Structure and Financing Models: the Brazilian Experience and its Perspective (1964/1997)”. *Journal of Latin American Studies*, v. 34, part. 1, p. 71-114, fev. 2002b.
- HIRSCHMAN, A. “Ascensão e Declínio da Economia do Desenvolvimento”. *Dados – Revista de Ciências Sociais*, v. 25, n. 1, 1982 .
- HODGSON, Geoffrey. *Economics and institutions: a manifesto for a modern institutional economics*. Cambridge and Philadelphia: Polity Press and University of Pennsylvania Press, 1988.
- KEYNES, J. M. “Alternative Theories of the Rate of Interest”, *Economic Journal*, jun. 1937.
- _____. *The general theory of employment, interest and money*. Nova York: Harcourt, Brace, Jovanovich, 1964.
- KNIGHT, F. *Risk, uncertainty and profit*. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 1921.
- LEVINE, Ross. “Financial Development and Economic Growth: views and agenda”. *Policy Research Working Paper Series*, 1678, 1996, The World Bank.
- LESSA, C. *Quinze anos de política econômica*. São Paulo: Brasiliense, 1981.
- LUNTIEL, Kul B.; KHAN, Mosahid: “A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence Form Multivariate VAR”. *Journal of Development Economics*, v. 60, p. 381-405, 1999.
- MALKIEL, B. G. Efficient Market Hypothesis in *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. Macmillan, 1992.
- MAS-COLELL, A.; Whinston, M.; Green, J. *Microeconomic Theory*. Nova York: Oxford University Press, 1995.
- McKINNON, R. I. *Money and capital in economic development*. Washington, D.C: Brookings Institutions, 1973.
- MEIER, Gerald M.; SEERS, Dudley. *Pionners in Development*. World Bank & The Oxford University Press, 1984.
- MINSKY, H. P. *Can it happen again? Essays on stability and finance*. Nova York: M. E. Sharpe, 1982.

- MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa. “*A aplicação de fundos compulsórios pelo BNDES na formação da estrutura setorial da indústria brasileira: 1952 a 1989*”. Rio de Janeiro: UFRJ/Instituto de Economia Industrial, 1994 (Tese de Doutorado).
- ORENSTEIN, Luiz; SOCHACZEWSKI, Antonio Cláudio. “Democracia com Desenvolvimento: 1956-1961”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- ROSTOW, W. *Etapas do desenvolvimento econômico*. Cap. II. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1974.
- SCHUMPETER, J. A. *The theory of economic development: an inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle*. Cambridge: Harvard University Press, 1934.
- SHAW, E. S. *Financial deepening in economic development*. Nova York: Oxford University Press, 1973.
- SOCHACZEWSKI, Antonio Claudio. *Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil 1952-1968*. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993 (Tese de Doutorado).
- STERN, Nicholas. “The Economics of Development: A Survey”. *Economic Journal*, v. 99, n. 397, set. 1989, p. 597-685.
- STIGLITZ, J. *The role of the State in financial markets*”. Proceedings of the “World Bank Conference on Development Economics”. Washington, DC: World Bank, 1993.
- _____. *The role of financial system in development: The World Bank Group*”. Apresentação no “IV Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean (CAC- ABCDE)”. The World Bank, 1998. Disponível em: <www.worldbank.org>.
- STIGLITZ, J.; WEISS, A. “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. *American Economic Review*, 71, jun. 1981, p. 353-376.
- STUDART, Rogério. “O Papel do Sistema Financeiro no Financiamento e Funding da Formação de Capital na Teoria Keynesiana e uma Ilustração através do Caso Brasileiro no Período 1967-1976”. Rio de Janeiro, mimeo.
- _____. *Investment finance in economic development*. Londres: Routledge, 1995.

- SUZIGAN, Wilson; PEREIRA, José Eduardo de Carvalho; ALMEIDA, Ruy Affonso Guimarães de. *Financiamento de projetos industriais no Brasil*. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1972 (Relatório de Pesquisa, 9).
- TAVARES, Maria da Conceição: *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*. Cap. II. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.
- TOBIN, James. Financial Intermediaries in *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. Macmillan, 1992.
- WOO, Meredith Jung-En. *Race to the Swift State and finance in Korean industrialization*. Studies of the East Asian Institute. Nova York: Columbia University Press, 1991.
- ZYSMAN, John. Governments, markets, and growth financial systems and the politics of industrial change. Cap. 2. Ithaca (N.Y.): Cornell University Press, 1983, p. 353.