

---

## financiamiento del desarrollo

# **D**esenvolvimento financeiro e crescimento econômico: teoria e evidência

José Luis Oreiro  
Luiz Fernando de Paula  
Flavio A.C. Basilio

Sección de Estudios del Desarrollo

Santiago de Chile, outubro do 2010



Este documento foi preparado por José Luis Oreiro, Consultor da Sección de Estudios del Desarrollo da CEPAL, Professor Adjunto do Departamento de Economia da Universidade de Brasília, Pesquisador Nível I do CNPq e Diretor da Associação Keynesiana Brasileira, Luiz Fernando de Paula, Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Pesquisador Nível I do CNPq e Presidente da Associação Keynesiana Brasileira e Flavio A.C. Basilio, Professor Assistente do Departamento de Economia da Universidade de Brasília e Membro da Associação Keynesiana Brasileira, no âmbito do projeto CEPAL/AECID: “Políticas e Instrumentos para la Promoción del Crecimiento en América Latina y el Caribe” (AEC/07/002), ejecutado por CEPAL en conjunto con la Agencia Española de Cooperación Internacional y Desarrollo (AECID).

As opiniões aqui expressas são de inteira responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, a posição da CEPAL. Este documento não foi submetido à revisão editorial.

---

Publicação das Nações Unidas  
ISSN versão impressa 1564-4197  
ISBN: 978-92-1-323449-5  
LC/L.3257-S  
Nº de venta: P.10.II.G.62  
Copyright ©, Nações Unidas outubro de 2010. Todos os direitos reservados  
Impresso nas Nações Unidas, Santiago do Chile

---

A autorização para reproduzir total ou parcialmente esta obra deve ser solicitada ao Secretário da Junta de Publicações, Sede das Nações Unidas, Nova Iorque, N.Y. 10017, Estados Unidos. Os Estados membros e as suas instituições governamentais podem reproduzir esta obra sem autorização prévia. Só se solicita que mencionem a fonte e informem as Nações Unidas de tal reprodução.

## Índice

---

<b>Resumo</b> .....	5
<b>Introdução</b> .....	7
<b>I. Fundamentos teóricos: crescimento endógeno e as imperfeições de mercado</b> .....	11
1. Como o desenvolvimento financeiro afeta o crescimento? .....	11
2. Imperfeições de mercado, problemas informacionais e o papel dos intermediários financeiros .....	13
<b>II. Evidências empíricas a respeito da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico</b> .....	17
1. Estudos cross-country .....	18
2. Estudos com base em séries de tempo .....	20
3. Estudos com base em painel de dados .....	22
<b>III. A liberalização financeira acelera o crescimento?</b> .....	25
<b>IV. O papel dos bancos públicos</b> .....	29
<b>V. Conclusão</b> .....	35
<b>Bibliografia</b> .....	37
<b>Serie Financiamiento del desarrollo: números publicados</b> .....	41



## Resumo

---

Este artigo tem por objetivo fazer uma revisão da literatura teórica e empírica recente a respeito da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. A literatura sobre o tema em consideração estabelece, em primeiro lugar, que um maior desenvolvimento do setor financeiro, notadamente dos bancos comerciais, tem um impacto positivo sobre o crescimento econômico ao aumentar a eficiência da alocação de recursos. O efeito do desenvolvimento financeiro sobre a poupança e a acumulação de capital é tido como negligenciável, ou até mesmo negativo. Um segundo ponto ressaltado pela literatura em questão é que o desenvolvimento financeiro nem sempre resulta de políticas de liberalização financeira, ao contrário do que foi estabelecido pela assim chamada “hipótese de repressão financeira” de Shaw e McKinnon. Com efeito, a literatura teórica e empírica aponta para a possibilidade de que políticas de repressão financeira e de direcionamento de crédito atuem no sentido de estimular o desenvolvimento financeiro, o que tem impacto positivo sobre o crescimento de longo-prazo. Um terceiro aspecto levantado pela literatura refere-se à relação entre crescimento econômico, desenvolvimento do mercado de capitais e intermediação financeira. Embora existam evidências empíricas robustas a respeito da complementariedade entre a intermediação financeira e o desenvolvimento do mercado de capitais; constata-se também a existência de algumas evidências empíricas que apontam para o fato de que o efeito da intermediação financeira sobre o crescimento de longo-prazo ser mais forte do que o efeito do desenvolvimento do mercado de capitais. Por fim, a literatura em questão mostra que os bancos públicos têm um claro efeito negativo sobre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico dos países mais pobres, mas deixa em aberto o papel desses bancos nos países em desenvolvimento de renda média.

Dessa forma, um entendimento mais profundo do papel dos bancos públicos nesses países requer a realização de estudos de caso. Além disso, a literatura enfatiza o caráter menos pró-cíclico do crédito concedido pelos bancos públicos relativamente ao crédito concedido pelos bancos privados, o que pode atuar no sentido de reduzir a amplitude das flutuações cíclicas.

Palavras-Chave: Desenvolvimento Financeiro, Bancos e Mercado de Capitais.

## Introdução

---

A relação entre os mercados financeiros e o crescimento econômico tem sido objeto da análise dos economistas há várias décadas. Um dos primeiros economistas a defender explicitamente o papel do sistema financeiro para o crescimento de longo-prazo foi Shumpeter (1911). Para esse autor, o desenvolvimento econômico – concebido como um processo de ruptura do “fluxo circular”, ruptura essa motivada pela introdução de novos produtos e novos processos de produção – não é possível sem o crédito bancário. Com efeito, os bancos desempenham um papel essencial nesse processo ao “criarem poder de compra” e, dessa forma, permitem ao empresário adquirir os meios de produção dos quais necessitam, retirando-os dos seus empregos anteriores. Nas suas palavras:

“A função essencial do crédito no sentido em que o tomamos consiste em habilitar o empresário a retirar de seus empregos anteriores os bens de produção de que precisa, ativando uma demanda por eles, e, com isso forçar o sistema econômico para dentro de novos canais (...) Uma vez que o crédito, no caso em que é essencial ao processo econômico, só pode ser concedido a partir de tais meios de pagamento recém-criados (...); e, uma vez que, inversamente, apenas nesse caso específico, a criação de tais meios creditícios cumpre mais do que um papel meramente técnico, então, nessa medida, a concessão de crédito envolve a criação de poder de compra, e o poder de compra recém-criado é útil apenas na concessão de crédito ao empresário, é necessário somente para esse propósito” (1982, p.74).

Embora reconhecesse, tal como Schumpeter, que os bancos desempenham um papel fundamental no sistema econômico, ao viabilizar a transição de um nível de atividade econômica mais baixa para um nível mais alto; Keynes (1936) tinha algumas reticências ao papel dos

mercados de capitais, notadamente da bolsa de valores, numa economia capitalista. Para Keynes, a bolsa de valores tinha um papel ambíguo numa economia de mercado. Por um lado, o desenvolvimento das bolsas de valores, ao conferir liquidez aos ativos de capital, poderia estimular o investimento ao reduzir o impacto da preferência pela liquidez dos empresários sobre a decisão de acumulação de capital. Por outro lado, o desenvolvimento da bolsa de valores permitia que mudanças no “estado de ânimo” dos especuladores se traduzissem em oscilações do investimento agregado em virtude do efeito que as mesmas têm sobre o preço de mercado das ações e, dessa forma, sobre a relação entre o preço de demanda e o preço de oferta dos bens de capital, afetando assim o incentivo a investir.

No final da década de 1960 e início da década de 1970 surgiu uma literatura que apontava para a existência de uma relação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento de longo-prazo. O desenvolvimento financeiro consiste na melhoria do desempenho dos mercados financeiros no exercício de suas funções, a saber: agregação de poupanças, seleção de projetos de investimento e monitoramento do uso de recursos (Stiglitz, 1989, p.56). Os trabalhos seminais nessa tradição foram Goldsmith (1969), McKinnon (1973) e Shaw (1973), os quais tenderam a identificar o desenvolvimento financeiro com um aumento da “densidade” e do “tamanho” dos mercados financeiros<sup>1</sup>. Um ponto em comum nesses trabalhos é a tese de que os países em desenvolvimento possuem sistemas financeiros pouco desenvolvidos, ou seja, mercados financeiros pouco “densos” e “extensos” devido à “repressão financeira”, ou seja, a existência de limites legais para as taxas de juros, tanto sobre depósitos como sobre empréstimos.

A manutenção de taxas de juros baixas para os depósitos a vista induz as famílias a manter suas poupanças fora do sistema financeiro para evitar a perda de valor real dos seus ativos devido a inflação. Nesse contexto, as “poupanças” das famílias serão mantidas em ativos reais e/ou em moeda estrangeira, o que limita o desenvolvimento dos bancos e intermediários financeiros. Dada a importância dos intermediários financeiros, e dos bancos em particular, para a realização de uma eficiente alocação de recursos, segue-se que a manutenção das “poupanças” fora do sistema financeiro atua no sentido de reduzir a eficiência com a qual a poupança disponível é alocada para financiar os projetos de investimento.

Analogamente, a existência de “tetos” para os juros dos empréstimos bancários gera “acionamento de crédito”, ou seja, uma situação na qual a demanda por empréstimos é maior do que a oferta de crédito, fazendo com que o crédito disponível seja alocado com base em critérios extra-econômicos (favorecimento político, corrupção, etc.) o que diminui a eficiência com a qual os recursos são alocados para o investimento em capital fixo.

Desse razoado se segue que o desenvolvimento do sistema financeiro nesses países pressupõe o fim da “repressão financeira”, isto é, a realização de reformas que atuem no sentido de liberalizar os sistemas financeiros. Segundo essa linha de pensamento, a liberalização financeira não só produziria um maior desenvolvimento do sistema financeiro, como ainda, e principalmente, permitiria acelerar o crescimento econômico devido aos ganhos de eficiência na alocação de recursos.

Um ponto fraco dessa literatura sobre repressão financeira, contudo, consiste na falta de fundamentos analíticos adequados que permitam estabelecer uma relação causal precisa entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro (Pagano, 1993). Com efeito, a literatura de crescimento prevalecente nesse período, baseada no modelo de crescimento Solow–Swan, não permitia o estabelecimento de uma relação direta entre intermediação financeira e crescimento de longo-prazo. No modelo Solow–Swan a taxa de crescimento do produto e do produto per-capita no longo-prazo é independente tanto da taxa de poupança como da eficiência com a qual a poupança disponível é alocada entre os projetos de investimento.

Um outro ponto deficiente da literatura em questão é que a mesma não estabelece os mecanismos microeconômicos pelos quais o desenvolvimento dos mercados financeiros pode gerar um aumento da eficiência na alocação de recursos e, dessa forma, um aumento do crescimento de longo-prazo. Para

<sup>1</sup> Nessa literatura o desenvolvimento financeiro era medido por variáveis financeiras altamente agregadas como, por exemplo, a relação M2/PIB.



tanto é necessário que se definam inicialmente as “falhas de mercado” que o desenvolvimento dos mercados financeiros permite corrigir. Apenas dessa forma é possível argumentar de forma não casuística que o desenvolvimento financeiro permite um aumento da eficiência na alocação de recursos. O problema é que a teoria das imperfeições nos mercados financeiros só começaria a ser desenvolvida a partir dos artigos seminais de Akerlof (1970) e Stiglitz e Weiss (1981), sendo posterior, portanto, a literatura de “repressão financeira”.

Em função dessas deficiências, o estudo a respeito da relação entre crescimento e desenvolvimento financeiro ficou relegado a um segundo plano na década de 1980, fato esse que pode ser comprovado pela seguinte afirmação de Robert Lucas a respeito da importância dos fatores financeiros para a compreensão do crescimento econômico de longo-prazo:

“In general, I believe that the importance of financial matters is very badly over-stressed in popular and even much professional discussion and so I am not inclined to be apologetic for going to the other extreme. Yet insofar as the development of financial institutions is a limiting factor in development more generally conceived I will be falsifying the picture, and I have no clear idea as to how badly. But one cannot theorize about everything at once. I had better get on with what I do have to say” (1988, p.6).

A partir dos anos 1990, no entanto, constata-se o ressurgimento interesse acadêmico pelo estudo da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento de longo-prazo (Levine, 2004). Esse ressurgimento foi possível, em primeiro lugar, pelo desenvolvimento da literatura microeconômica a respeito das imperfeições nos mercados financeiros, a qual forneceu aos economistas uma visão mais clara sobre o papel dos intermediários financeiros e dos mercados de capitais na alocação de recursos e no crescimento de longo-prazo. Em segundo lugar, o desenvolvimento da assim chamada “teoria do crescimento endógeno” permitiu o estabelecimento de um mecanismo econômico pelo qual o desenvolvimento financeiro poderia afetar positivamente o crescimento econômico de longo-prazo. Com efeito, nos modelos de crescimento endógeno o desenvolvimento dos mercados financeiros pode afetar o crescimento de longo-prazo seja através de um aumento da mobilização de poupanças, seja por intermédio de um aumento da eficiência na alocação de recursos (Pagano, 1993, p.615). Por fim, a elaboração de índices de desenvolvimento financeiro, com base nos insights fornecidos pela literatura teórica a respeito do papel dos mercados financeiros na alocação de recursos, permitiu um avanço notável da literatura empírica a respeito da relação entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro, permitindo aos economistas estabelecer, em bases mais sólidas, a existência de uma forte correlação entre os fenômenos em consideração.

Isso posto, o presente artigo tem por objetivo fazer uma revisão da literatura teórica e empírica recente a respeito da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Essa literatura estabelece, em primeiro lugar, que um maior desenvolvimento do sistema financeiro, notadamente o desenvolvimento da intermediação financeira conduzida pelos bancos comerciais, pode ter um impacto positivo sobre o crescimento econômico ao aumentar a eficiência da alocação de recursos. O efeito do desenvolvimento financeiro sobre a poupança e a acumulação de capital é tido como ambíguo quando não negativo. Dessa forma, a nível puramente teórico o efeito do desenvolvimento financeiro sobre o crescimento de longo-prazo é ambíguo, embora as evidências empíricas disponíveis mostrem que o efeito positivo do desenvolvimento financeiro sobre a eficiência na alocação de recursos tenda a suplantiar o efeito negativo do mesmo sobre a taxa de poupança.

Um segundo ponto ressaltado pela literatura em questão é que o desenvolvimento financeiro nem sempre resulta de políticas de liberalização financeira, ao contrário do que foi estabelecido pela assim chamada “hipótese de repressão financeira”. Com efeito, a literatura teórica e empírica aponta para a possibilidade de que políticas de repressão financeira e de direcionamento de crédito atuem no sentido de estimular o desenvolvimento financeiro, o que tem impacto positivo sobre o crescimento de longo-prazo.

Um terceiro aspecto levantado pela literatura refere-se à relação entre crescimento econômico, desenvolvimento do mercado de capitais e intermediação financeira. Embora existam evidências empíricas robustas a respeito da complementariedade entre a intermediação financeira e o

desenvolvimento do mercado de capitais; constata-se também a existência de algumas evidências empíricas que apontam para o fato de que o efeito da intermediação financeira sobre o crescimento de longo-prazo ser mais forte do que o efeito do desenvolvimento do mercado de capitais.

Por fim, a literatura mostra que os bancos públicos têm um claro efeito negativo sobre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico dos países mais pobres, mas deixa em aberto o papel desses bancos nos países em desenvolvimento de renda média. Dessa forma, um entendimento mais profundo do papel dos bancos públicos nesses países requer a realização de estudos de caso. Um outro ponto ressaltado pela literatura é o caráter menos pró-cíclico do crédito concedido pelos bancos públicos relativamente ao crédito concedido pelos bancos privados, o que pode atuar no sentido de reduzir a amplitude das flutuações cíclicas.

# I. Fundamentos teóricos: crescimento endógeno e as imperfeições de mercado

---

## 1. Como o desenvolvimento financeiro afeta o crescimento<sup>2</sup>?

Consideremos o modelo de crescimento endógeno mais simples, o assim chamado modelo AK, onde:

$$Y_t = AK_t \quad (1)$$

Onde:  $Y$  é o produto real,  $A$  é a produtividade média do capital e  $K$  é o estoque de capital existente na economia em consideração.

Assuma que a população é constante e que a economia produz um único bem que pode ser investido ou consumido. Assuma que a taxa de depreciação é igual a por período. O investimento bruto ( $I$ ) é dado por:

$$I_t = K_{t+1} - (1-\delta) K_t \quad (2)$$

Assuma uma economia fechada e sem governo na qual uma fração da poupança ( $S$ ) igual a  $\phi$  é perdida no processo de intermediação financeira. Dessa forma, temos:

$$\phi S_t = I_t \quad (3)$$

---

<sup>2</sup> Esta sub-seção é largamente baseada em Pagano (1993).

A taxa de crescimento do produto no equilíbrio de longo-prazo é dada por:

$$g = A \left[ \frac{I}{Y} \right] - \delta = A\phi s - \delta \quad (4)$$

A partir da equação (4) podemos avaliar o papel dos mercados financeiros no crescimento de longo-prazo. Com efeito, o desenvolvimento financeiro pode afetar positivamente o crescimento das seguintes formas:

- i) Aumentando a proporção das poupanças que são canalizadas para o investimento.
- ii) Aumentando a produtividade social do capital.
- iii) Aumentando a taxa de poupança.

No que se refere ao mecanismo da canalização de poupanças, deve-se constatar que ao longo do processo de transformação das poupanças em investimento, os mercados e intermediários financeiros absorvem recursos de tal forma que 1 u.m poupada gera menos do que 1 u.m investida. Uma fração das poupanças vai para os bancos comerciais na forma de spreads entre as taxas de captação e de empréstimo, ou para as corretoras e bancos de investimento na forma de comissões sobre a subscrição de ações. Essa absorção de recursos pelo setor financeiro pode refletir tanto a ineficiência X das instituições financeiras como pode ser resultado de seu poder de mercado. Dessa forma, o desenvolvimento financeiro pode atuar no sentido de aumentar o crescimento de longo-prazo ao reduzir a ineficiência X das instituições financeiras e/ou ao incentivar uma maior concorrência entre essas instituições no processo de alocação de recursos para investimento.

As instituições financeiras podem também atuar de forma a aumentar a eficiência na alocação de capital. Esse aumento de eficiência se dá de duas formas: (a) por intermédio da coleta de informações com vistas a avaliação de projetos alternativos de investimento, o que contribui para uma melhor seleção de projetos; (b) por intermédio da indução ao investimento em tecnologias mais arriscadas, porém mais produtivas. Nesse contexto, o desenvolvimento financeiro pode estimular o crescimento ao aprimorar os incentivos e a eficiência na coleta e processamento de informações sobre os projetos de investimento por parte das instituições financeiras, bem como ao viabilizar o fornecimento de serviços financeiros que induzam as empresas a empregar tecnologias mais arriscadas, porém mais produtivas.

A relação entre desenvolvimento financeiro e taxa de poupança pode, contudo, ser negativa. Com efeito, o desenvolvimento financeiro pode permitir que as famílias tenham uma maior proteção contra perda patrimonial e uma maior diversificação de portfólio, o que reduz a necessidade de poupança precaucional. Além disso, um acesso maior e mais barato ao crédito reduz a restrição de liquidez a qual estão submetidas uma parte das famílias, o que estimula o consumo, levando a uma queda da taxa de poupança.

Em suma, um maior desenvolvimento financeiro pode aumentar a eficiência na alocação de recursos para investimento, o que tem um impacto positivo sobre o crescimento de longo-prazo; mas pode levar a uma redução da taxa de poupança, o que tem impacto negativo sobre o mesmo. Daqui se segue que, numa primeira aproximação, a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico tende a ser ambígua do ponto de vista puramente teórico.

Como veremos na próxima sub-seção, essa ambigüidade tende a ser mais forte em economias que possuem sistemas financeiros baseados no mercado de capitais do que em economias que possuam sistemas financeiros baseados em bancos.

## 2. Imperfeições de mercado, problemas informacionais e o papel dos intermediários financeiros

No mundo real existem diversas imperfeições (informação assimétrica, custos de transação, mercados incompletos, etc) que fazem com que a alocação de recursos para o financiamento dos projetos de investimento possa ser ineficiente, quando realizadas de forma descentralizada por intermédio dos mercados de capitais. Dessa forma, o surgimento e a expansão dos intermediários financeiros – basicamente, bancos comerciais – pode aumentar a eficiência na alocação de recursos ao reduzir o nível dessas imperfeições. Eventualmente, os mercados de capitais podem desempenhar uma função complementar a exercida pelos intermediários financeiros (Levine e Zervos, 1998, p.554), fornecendo serviços financeiros mais especializados para as firmas e as famílias. No entanto, a relação entre desenvolvimento financeiro e desenvolvimento dos mercados de capitais tende a ser ambígua, em função do fato de que o tipo de contrato realizado nesses mercados ser mais suscetível a problemas de informação e incentivo do que os contratos realizados nos mercados financeiros, afetando assim as funções de seleção e monitoramento do sistema financeiro, bem como o comportamento dos tomadores de recursos (Stiglitz, 1989, pp.57–58).

Os mercados financeiros desempenham três funções fundamentais numa economia de mercado, a saber: seleção de projetos de investimento, monitoramento do uso de recursos e agregação de poupanças (Stiglitz, 1989, p.56). Cada uma dessas funções é realizada num contexto no qual prevalece a informação assimétrica e onde os custos envolvidos na realização das transações e no cumprimento dos contratos é não–desprezível.

A existência de informação assimétrica pode tornar difícil, quando não impossível, o financiamento de projetos de investimento. Com efeito, os empresários possuem mais informações sobre a rentabilidade de um projeto de investimento do que os potenciais investidores. A rentabilidade de um projeto depende de variáveis que só são plenamente conhecidas pelo empresário – como, por exemplo, o montante de recursos efetivamente comprometido com o projeto e a atratividade intrínseca do mesmo – ou que estão sob o controle do empresário – como, por exemplo, o grau de eficiência na utilização dos recursos produtivos.

Para tornar a nossa argumentação mais clara, consideremos uma situação na qual um empresário oferece participação num projeto a investidores (contrato de participação acionária). Nesse contexto, seja  $V$  o montante de recursos a ser levantado; recursos sem os quais o projeto não pode ser executado. Suponha também que o projeto é completado após um período fixo – digamos um ano – e que após esse prazo existe um retorno  $\pi$  que está disponível para ser distribuído entre os investidores e o empresário. Esse retorno depende do montante de recursos efetivamente comprometido com o projeto ( $K$ ), da atratividade intrínseca do projeto ( $\theta$ ), e das ações tomadas pelo agente para garantir o sucesso do mesmo ou de se apropriar dos benefícios desse projeto para si mesmo ( $\varepsilon$ ). Dessa forma, podemos escrever a seguinte equação (Greenwald e Stiglitz, 1991, p. 6):

$$\pi = h(K, \varepsilon, \theta) \quad (5)$$

O retorno para os investidores depende de como o retorno  $\pi$  é dividido entre os mesmos e o empresário. Supondo que uma fração  $\alpha$  ( $0 < \alpha < 1$ ) é pago aos investidores, então o retorno que os mesmos obtém é dado por:

$$R = \alpha\pi = \alpha h(K, \varepsilon, \theta) \quad (6)$$

O grande problema informacional enfrentado pelos investidores é que os valores de  $\pi$  e  $\alpha$  não podem ser observados ou controlados pelos mesmos. Em outras palavras, os investidores não têm como saber ao certo se (i) o retorno “declarado” do projeto de investimento é igual ou menor do que o retorno “efetivo” desse projeto, pois se trata de uma informação que é de “propriedade privada” do empresário; (ii) os “lucros” distribuídos para os investidores são iguais ou inferiores ao que o empresário havia

prometido inicialmente para os mesmos; (iii) no caso em que o projeto de investimento proporciona um retorno baixo, esse resultado decorreu da má sorte ou da negligência do empresário, o qual dedicou poucos esforços no sentido de garantir o sucesso do projeto de investimento.

Essa assimetria de informação gera uma série de problemas, a saber (Greenwald e Stiglitz, 1991, p. 8–13):

- a) Problema de seleção: Existe uma oferta praticamente infinita de “clarlatões” e “sonhadores”, ou seja, de indivíduos que desejam se apropriar de dinheiro alheio para os seus próprios usos. Os projetos de investimento administrados por esses indivíduos tendem a produzir resultados negativos seja porque o dinheiro obtido junto aos investidores não é aplicado no projeto, seja porque não se dedicam os esforços necessários para o sucesso desses projetos ou porque o “resultado declarado” do projeto de investimento foi muito inferior ao resultado realmente obtido.
- b) Problema de enforcement: O contrato de ações deixa a cargo da direção da empresa ou dos acionistas controladores a fixação dos lucros a serem distribuídos, bem como o direito de definir o próprio montante de lucros. Dessa forma, existe muito espaço para que os fundos gerados por um projeto de investimento sejam usados para os fins particulares dos gerentes e dos controladores da empresa, ao invés de serem utilizados para remunerar os investidores. Esse problema também ocorre no caso do financiamento via crédito em função das dificuldades que os credores têm, no caso de falência do devedor, em obrigar o mesmo a cumprir os termos do contrato. De fato, a existência de custos legais consideráveis para obrigar os devedores a honrar os seus compromissos com os credores no caso de falência, faz com que seja possível aos primeiros sair com algum dinheiro do processo falimentar mesmo se os credores não tenham tido todas as suas demandas satisfeitas (basta para isso que o custo do processo judicial seja maior do que o valor das dívidas a receber).
- c) Problema de incentivo: Os interesses dos empresários não coincidem necessariamente com os interesses dos investidores. De fato, os empresários–gerentes estão mais interessados em obter altos salários e ter em levar uma “vida confortável” do que em ganhar dinheiro para os acionistas da empresa. Dessa forma, o nível de esforço realizado pela gerência para garantir o sucesso dos projetos de investimento tende a ser baixo. O mesmo não ocorre com os mercados de crédito. De fato, os bancos têm total interesse no sucesso dos projetos de investimento por eles financiados, pois só assim poderão garantir o ressarcimento dos fundos por eles emprestados. Soma-se a isso o fato de que os empresários têm interesse em gerar um fluxo de recursos suficientemente alto para pagar os compromissos junto aos bancos comerciais para que os mesmos não executem na Justiça os ativos da empresa dados como garantia para os empréstimos.
- d) Problemas de monitoramento: Como, a princípio, os acionistas recebem o mesmo montante de lucros por ação, segue-se que qualquer esforço realizado pelo acionista individual no sentido de melhorar a qualidade da gerência da empresa irá redundar em benefícios para todos os acionistas. Dessa forma, ao há incentivo para que um acionista individual dedique esforços no sentido de monitorar o comportamento da administração da empresa. No caso do mercado de crédito, no entanto, os bancos têm um forte incentivo para monitorar o comportamento das empresas para as quais emprestaram recursos. Esse monitoramento não só torna mais difícil o desvio de recursos para fins pessoais, como ainda contribui no sentido de incentivar a gerência da empresa a dedicar os esforços necessários para que o projeto de investimento seja bem sucedido.

A seleção dos projetos de investimento a serem financiados exige a avaliação das firmas, dos seus administradores e das condições de mercado. Existem grandes custos associados à obtenção e processamento desse tipo de informação, o que pode impedir que o capital flua para as atividades mais produtivas (Levine, 2004, p.7). A presença de intermediários financeiros pode reduzir o custo de aquisição e processamento dessas informações, melhorando assim a alocação de recursos. Isso porque, no caso de inexistência de intermediários financeiros, cada investidor terá que arcar sozinho com todo o

custo fixo de avaliar as empresas, administradores e condições de mercado. Os intermediários financeiros reduzem esses custos, ao diluir os mesmos entre um grande número de clientes.

O desenvolvimento do mercado de capitais poderia, em tese, atuar no sentido de aumentar os incentivos individuais para a aquisição de informação por parte dos investidores individuais, uma vez que o aumento do tamanho e da liquidez desses mercados torna mais fácil ao investidor individual ocultar uma informação privada dos demais participantes do mercado e assim usar a mesma para operar no mercado e ganhar dinheiro (Grossman e Stiglitz, 1980). Contudo, a informação tem, via de regra, a natureza de um bem público, ou seja, é não-rival e não-excluível, o que torna particularmente difícil a sua apropriação por parte de um investidor privado (Stiglitz, 1993, p.24). As dificuldades de apropriação da informação por parte dos investidores individuais que atuam em mercados descentralizados fazem com que o investimento na aquisição da mesma seja necessariamente sub-ótimo, o que reduz a eficiência com a qual os mercados de capitais selecionam os projetos de investimento com respeito aos intermediários financeiros.

A eficiência com a qual as firmas irão alocar capital e os poupadores irão financiar a produção e a inovação depende da extensão na qual os acionistas e os credores conseguem monitorar o comportamento das firmas e induzi-las a maximizar o seu valor de mercado. Os custos elevados de obtenção e processamento de informações em conjunto com a natureza de bem público das informações podem impedir que os acionistas exerçam adequadamente a governança corporativa em função do assim chamado problema do free-rider, com efeitos adversos sobre a alocação de capital e, conseqüentemente, sobre o crescimento econômico. A esse respeito, Stiglitz afirma que:

“If one share-holder takes actions that enhance the value of the shares of the firm (for instance, by improving the quality of the management); all shareholders benefit. If one lender takes an action that reduces the likelihood of default – for instance by monitoring management more closely – all lenders benefit. As in the case of any public good, there is an undersupply, too little effort is expended on monitoring financial institutions, with the expected consequences” (1993, p.25).

Tal como ocorre com a função de seleção, os intermediários financeiros tendem a desempenhar melhor a função de monitoramento do que os mercados de capitais. Com efeito, Diamond (1984) desenvolve um modelo no qual o intermediário financeiro melhora a governança corporativa ao mobilizar as poupanças de vários indivíduos e empresta-las para as firmas. Esse “monitoramento delegado” economiza nos custos de monitoramento, o que elimina o problema do free-rider haja vista que o intermediário financeiro faz o monitoramento da firma para todos os investidores.

O reduzido incentivo ao monitoramento das firmas por parte dos acionistas é agravado pela natureza do contrato realizado entre os administradores das empresas e os proprietários do capital. De fato, o contrato de aporte de capital por parte dos acionistas não estabelece um compromisso fixo de pagamento do uso de recursos por parte dos administradores das empresas. Dessa forma, os administradores têm mais graus de liberdade para direcionar os lucros das empresas para o atendimento de seus próprios objetivos como, por exemplo, o pagamento de salários acima do custo de oportunidade dos administradores, ao invés de maximizar o valor da empresa para os acionistas. No caso do contrato de empréstimo, no entanto, as firmas têm um nível muito menor de discricionariedade do que no caso anterior, uma vez que elas não só tem que realizar um pagamento periódico de juros para o banco, como ainda, e principalmente, o banco pode exigir seus recursos de volta na data de vencimento. Nesse contexto, as firmas passam a ter um interesse muito forte em atender as demandas do banco, o que facilita assim a função de monitoramento exercida pelo mesmo (Stiglitz, 1989, p.59–60).

A mobilização de poupanças é o processo custoso pelo qual o capital é aglomerado a partir de um grande número de poupadores para a realização de investimentos, os quais são indivisíveis devido a existência de economias de escala. A mobilização de poupanças envolve a superação de duas imperfeições de mercado, a saber:

- a) A superação dos custos de transação associados a coleta de poupanças a partir de diferentes indivíduos.

- b) A superação das informações assimétricas associadas a tarefa de fazer com que os poupadores se sintam confortáveis com a delegação do controle de suas poupanças.

A aglomeração de poupanças pode ser feita facilmente pelos intermediários financeiros uma vez que:

“To economize on the costs associated with multiple bilateral contracts, pooling may also occur through intermediaries, where thousands of investors entrust their wealth to intermediaries to invest in hundred of firms. For this to occur, mobilizers have to convince savers of the soundness of the investments. Toward this end, intermediaries worry about establishing stellar reputations, so that savers fell comfortable about entrusting their savings to the intermediary” (Levine, 2004, p.22).

A função de aglomeração das poupanças pode também ser feita por intermédio do mercado de capitais, mas o desenvolvimento do mesmo pode acabar atuando no sentido de desestimular os indivíduos a poupar. Por exemplo, o desenvolvimento do mercado de títulos permite a diversificação de portfólio, melhorando assim a relação risco–retorno da carteira de ativos possuída pelos indivíduos. Contudo, o efeito da melhoria da relação risco–retorno sobre a poupança é ambíguo: se a versão relativa a risco dos indivíduos for constante e maior do que um, então uma melhoria da relação risco–retorno irá produzir uma resposta negativa da poupança; já no caso em que a aversão relativa ao risco for constante e menor do que um, a resposta da poupança será positiva (Pagano, 1993, p. 617).

Além disso, o desenvolvimento do mercado de capitais, ao permitir o surgimento e o desenvolvimento do mercado de seguros tende a reduzir a necessidade de poupança precaucional<sup>3</sup>, o que desestimula os indivíduos a poupar, com reflexos negativos sobre o crescimento de longo–prazo (Ibid, p.617).

O desenvolvimento dos intermediários financeiros pode também desestimular a taxa de poupança se levar a uma redução generalizada das restrições de liquidez as quais os indivíduos estão sujeitos. Com efeito, a restrição de liquidez impede que os indivíduos consumam tudo o que desejariam dadas as taxas de juros prevalecentes no mercado (Romer, 2006, p. 375). Dessa forma, a existência de restrições de liquidez força os indivíduos a poupar uma fração maior da sua renda do que desejariam caso contrário. Nesse contexto, o desenvolvimento dos intermediários financeiros pode levar a uma redução da taxa de poupança se os mesmos alocarem uma fração significativa das suas operações de crédito para o financiamento dos gastos de consumo das famílias (Pagano, 1993, p. 618).

Em função das diversas desvantagens dos mercados de capitais relativamente aos intermediários financeiros na seleção de projetos de investimento, monitoramento das firmas e aglomeração de poupanças não é de estranhar que os mercados de capitais, mesmo nos países desenvolvidos, sejam fontes relativamente pouco importantes de financiamento para os projetos de investimento das firmas. Com efeito, a participação da subscrição de ações no financiamento líquido das empresas não–financeiras é insignificante ou negativa para países como França, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos no período 1970–1989 (Stiglitz, 1993, p.22). Nos novos países industrializados da Ásia (Tailândia, Coréia do Sul, Malásia e Formosa), o financiamento por intermédio da venda de ações, embora significativamente maior do que nos países desenvolvidos acima listados, foi bastante inferior ao financiamento por intermédio do crédito bancário e dos lucros retidos.

Desse razoado se segue que o crescimento econômico de longo–prazo tende a ser estimulado fundamentalmente pelo desenvolvimento dos intermediários financeiros, e não pelos mercados de capitais. Esse impacto positivo da intermediação financeira sobre o crescimento de longo–prazo, por sua vez, tende a se realizar fundamentalmente pelo aumento da eficiência na alocação dos recursos disponíveis para o financiamento do investimento do que por intermédio de uma maior mobilização de recursos para a realização de investimentos. Em outras palavras, o desenvolvimento financeiro, notadamente dos bancos comerciais, afeta o crescimento de longo–prazo a medida que permite um aumento da eficiência na qual os recursos existentes são alocados para o investimento em capital fixo.

<sup>3</sup> A respeito de “poupança precaucional” ver Romer (2006, pp. 371–374).



## **II. Evidências empíricas a respeito da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico**

---

Nos últimos 20 anos um corpo substancial de literatura empírica tem focalizado o impacto da operação do sistema financeiro sobre o crescimento econômico, procurando avaliar se esse impacto é grande em termos quantitativos, assim como, avaliar em que medida certos componentes do sistema financeiro desempenham um papel importante na aceleração do crescimento de longo-prazo (Levine, 2004, p.38).

Essa literatura empírica pode ser dividida em três grandes grupos de trabalhos, com base na metodologia econométrica empregada, a saber: estudos cross-country, estudos com base em séries temporais e estudos com dados em painel. O grande desafio enfrentado pelos estudos em consideração consiste na solução do assim chamado “problema da endogenidade”, segundo o qual as variáveis utilizadas na maior parte dos estudos empíricos serem determinadas simultaneamente de forma que se torna muito difícil, quando não impossível, estabelecer relações de causalidade entre as mesmas.

Nesse contexto, a grande questão ainda não resolvida adequadamente pela literatura consiste no estabelecimento da relação de causalidade entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro. Embora os estudos empíricos mostrem que (i) as medidas empíricas de desenvolvimento financeiro estão positivamente correlacionadas com o crescimento do produto real, da produtividade do trabalho e do estoque de capital; e (ii) as variações dos índices de desenvolvimento financeiro

antecipam mudanças futuras no crescimento econômico; ainda existem dúvidas a respeito da causalidade as variáveis em questão, haja vista que o desenvolvimento financeiro pode ser causado pela expectativa a respeito do crescimento econômico futuro. Dessa forma, o desenvolvimento financeiro seria um indicador antecedente de crescimento econômico, ao invés de ser uma causa do mesmo (Levine, 2004, p. 49).

## 1. Estudos cross-country

Um dos primeiros trabalhos empíricos a respeito da relação entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro foi Goldsmith (1969), onde se analisa a influência da intermediação financeira sobre o crescimento. Para tanto, foram compilados dados de 35 países no período 1860–1963 à respeito da relação entre a participação dos ativos dos intermediários financeiros no PIB dos países da amostra. Nesse contexto, verificou-se a existência de uma correlação positiva entre o desenvolvimento financeiro, medido pela participação dos ativos dos intermediários financeiros no PIB, e o crescimento econômico de longo-prazo; ou seja, o autor constatou que a participação dos ativos dessas instituições no PIB aumenta à medida que os países se desenvolvem.

O estudo de Goldsmith, no entanto, possui uma série de deficiências, das quais ressaltam-se duas em particular, a saber:

- i) Ausência de qualquer tentativa para se controlar os efeitos sobre o crescimento econômico advindos de outras variáveis que não o “desenvolvimento financeiro”.
- ii) Impossibilidade de se estabelecer uma relação de causalidade entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro a partir de simples dados de correlação entre as variáveis em questão.

O estudo de King e Levine (1993) procurou resolver uma parte das deficiências do trabalho seminal de Goldsmith (1969), construindo uma amostra de 77 países no período 1960–1989 e controlando para uma série de fatores que possam afetar o crescimento de longo-prazo que não o “desenvolvimento financeiro” (renda per-capita, educação, estabilidade política, taxa de câmbio, política fiscal e monetária). Além disso, os autores buscaram aprimorar a mensuração do “desenvolvimento financeiro” por intermédio de índices quantitativos adicionais.

No que se refere a questão da mensuração do “desenvolvimento financeiro”, os autores propõe as seguintes medidas:

- DEPTH: obrigações líquidas do sistema financeiro/PIB.
- BANK: razão entre o crédito bancário e a soma do crédito bancário com os ativos domésticos do Banco Central.
- PREVY: crédito para as empresas privadas/PIB.

Os resultados das regressões com mínimos quadrados ordinários mostraram a existência de uma relação forte e positiva entre os indicadores de crescimento econômico (taxa média de crescimento da renda per-capita, taxa média de crescimento do capital per-capita e crescimento da produtividade total dos fatores de produção) e os índices de desenvolvimento financeiro, mesmo ao se controlar para uma série de outras variáveis que podem afetar o crescimento de longo-prazo. Para analisar a questão de causalidade, os autores regressaram os indicadores de crescimento contra o valor do indicador DEPTH em 1960. As regressões indicaram que a “profundidade financeira” é um bom predictor das taxas subsequentes econômico, da acumulação de capital físico e das melhorias na eficiência econômica nos três anos seguintes. Nesse contexto, Levine (2004) afirma que:

“(…) The estimated coefficients suggest that if in 1960 Bolivia had increased its financial depth from 10 percent of GDP to the mean value for developing countries in 1960 (23 percent), then Bolivia would have grown about 0.4 percent faster per annum, so that by 1990 real per capita GDP would have been about 13 percent larger than it was” (p.43)

Os estudos de Goldsmith (1963) e King e Levine haviam se concentrado apenas na relação entre desenvolvimento da intermediação financeira e crescimento econômico. O papel dos mercados de capitais, mais especificamente do mercado de ações, foi analisado por Levine e Zervos (1998). Os autores apresentaram diversas medidas de desenvolvimento do mercado de ações para analisar a relação entre o desenvolvimento desses mercados e o crescimento econômico, a acumulação de capital e o crescimento da produtividade numa amostra de 42 países no período 1976–1993. Essas medidas já haviam sido desenvolvidas por Demirgüç–Kunt e Levine (1996), os quais haviam utilizado as mesmas para construir um ranking mundial de desenvolvimento dos mercados de ações.

Segundo Demirgüç–Kunt e Levine (1996), o desenvolvimento do mercado de ações pode ser mensurado com base nos seguintes índices:

- TAMANHO DO MERCADO DE AÇÕES: Medido pela taxa de capitalização de mercado (valor de mercado das ações dividido pelo PIB).
- LIQUIDEZ: É medida por uma série de indicadores como o valor total das ações transacionadas/PIB e a razão de turn-over (valor total das ações transacionadas dividido pela capitalização de mercado).
- CONCENTRAÇÃO: Participação das 10 maiores companhias na capitalização de mercado.
- VOLATILIDADE: Desvio padrão do retorno de mercado das ações nos últimos 12 meses.
- INDICADORES DE DESENVOLVIMENTO INSTITUCIONAL E DE REGULAÇÃO: Por exemplo, leis que obriguem as firmas a divulgar informações confiáveis sobre a sua real situação financeira para os investidores.

Levine e Zervos (1998) encontraram os seguintes resultados para as regressões em mínimos quadrados ordinários<sup>4</sup> dos países da amostra:

- i) A liquidez de mercado definida como a razão entre o valor transacionado das ações com respeito ao tamanho do mercado (ou o tamanho da economia) é positiva e significativamente correlacionada com o crescimento, a acumulação de capital e a produtividade.
- ii) A liquidez é um previsor robusto do crescimento, da acumulação de capital e da produtividade mesmo após se controlar para a renda inicial, o investimento inicial em educação, a estabilidade política, a política fiscal, a abertura comercial e a estabilidade macroeconômica.
- iii) O desenvolvimento do sistema bancário – medido pela razão empréstimos bancários para empresas privadas/PIB – também entra nas regressões de forma positiva e estatisticamente significativa.
- iv) Os demais indicadores de desenvolvimento do mercado de ações não tem uma relação robusta com as variáveis de crescimento.
- v) Nenhum dos indicadores financeiros está relacionado de forma robusta com a taxa de poupança, o que é uma evidência de que o desenvolvimento financeiro não leva a uma redução (e nem a um aumento) da taxa de poupança.

Os autores chamam a atenção para o fato de que o desenvolvimento do setor bancário está sendo medido de forma diferenciada com relação ao estudo de King e Levine (1993). Com efeito, ao invés de medir o desenvolvimento bancário pela razão entre o crédito bancário e a soma do crédito bancário com os ativos domésticos do Banco Central, tal como King e Levine (1993), Levine e Zervos (1998) optaram por medir o desenvolvimento bancário pela razão entre o crédito bancário ao setor privado e o PIB. Isso se explica pelo fato que:

<sup>4</sup> As variáveis de controle usadas pelos autores foram: logaritmo da renda per-capita inicial, logaritmo do grau de escolaridade secundária, número de revoluções e golpes de Estado, valores iniciais da razão entre o consumo do governo e o PIB, taxa de inflação e o valor inicial do prêmio do mercado negro de câmbio (indicador de distorção de preços).

“Bank credit improves upon traditional financial depth measures of banking development by isolating credit issues by banks, as opposed to credit issue by the Central Bank or other intermediaries, and by identifying credit to the private sector, as opposed to credit issue to governments” (Levine e Zervos, 1998, p.542)

Um corolário direto dos resultados empíricos de Levine e Zervos (1998) é que os bancos e os mercados de capitais devem ser vistos como complementares no processo de desenvolvimento econômico. Com efeito, as regressões mostraram que os mercados de ações desempenham funções financeiras diferentes daquelas desempenhadas pelos bancos, haja vista que os índices de captam o desenvolvimento tanto do mercado de ações como dos bancos são significativos nas equações de regressão quando são incluídos simultaneamente nas mesmas (Levine, 2004, p.46).

Embora os estudos de King e Levine (2003) e Levine e Zervos (1998) tenham mostrado que o desenvolvimento financeiro é um bom preditor de crescimento, esses resultados não resolvem o problema relacionado com a questão da causalidade. De fato, pode acontecer que os mercados financeiros se desenvolvam em antecipação a atividade econômica futura. Nesse caso, será necessário o uso de variáveis instrumentais para lidar com o assim chamado “viés de simultaneidade”. Essas variáveis devem ser capazes de explicar as diferenças entre países no que se refere ao seu desenvolvimento financeiro, mas devem estar não correlacionadas com o crescimento econômico (Levine, 2004, p.50).

O uso de variáveis instrumentais nos estudos cross-country sobre a relação entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro foi feito, entre outros, por Levine, Loyaza e Beck (2000), os quais estenderam o estudo de King e Levine (1993) a respeito da relação entre intermediação financeira e crescimento econômico até 1995. Esses autores analisaram uma amostra de 71 países no período 1960–1995. Como variável instrumental, os autores utilizaram a origem dos sistemas legais de cada país – se os sistemas que regem as leis comerciais de um país tem sua origem na legislação Britânica, Francesa, Alemã ou Escandinava. Como cada país obteve o seu sistema legal por intermédio da ocupação estrangeira ou colonização, segue-se que a origem dos sistemas legais aparentemente é uma variável que pode ser tratada como exógena ao processo de crescimento. Além da utilização de variáveis instrumentais, os autores em consideração adicionaram um novo índice de desenvolvimento financeiro, a saber: a razão entre o crédito para o setor privado e o PIB. Essa nova medida de desenvolvimento financeiro exclui o crédito concedido para os governos, agências governamentais e empresas públicas, bem como os créditos concedidos pelo Banco Central.

Com base na metodologia GMM, os autores encontraram os seguintes resultados para a amostra considerada:

- i) Existência de uma conexão muito forte entre o componente exógeno do desenvolvimento da intermediação financeira e o crescimento de longo-prazo.
- ii) Existência de uma relação quantitativamente expressiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento de longo-prazo. Por exemplo, os autores constataram que se a Argentina tivesse aumentado o seu índice de crédito privado médio ao longo do período de 16% (o valor efetivo) para a média dos países em desenvolvimento; então esse país teria apresentado uma taxa de crescimento 1 p.p mais elevada por ano (Levine, 2004, p.52).

## 2. Estudos com base em séries de tempo

Uma parte significativa da literatura examina a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento com base na metodologia de séries temporais. Esses estudos utilizam testes de causalidade de Granger e vetores auto-regressivos para examinar a natureza da relação entre crescimento e financiamento. Essa metodologia foi utilizada como uma alternativa aos estudos cross-country, as quais envolvem o cálculo das médias das variáveis de interesse ao longo de um período longo de tempo e no uso das mesmas em regressões de mínimos quadrados ordinários para explicar as variações observadas nas taxas de

crescimento entre os países. Segundo Arestis e Demetriadis (1997) existe um elevado grau de ceticismo com respeito aos estudos cross-country entre os pesquisadores uma vez que tais estudos apresentam uma série de problemas, a saber:

- i) Sensibilidade ao conjunto de variáveis explicativas.
- ii) Heterogeneidade dos coeficientes angulares entre os países, algo que não é captado ao se agregar os mesmos numa única amostra.
- iii) Coeficiente do termo do erro de convergência tem viés assintótico.
- iv) A técnica pressupõe que existem trajetórias estáveis de crescimento, mas a evidência empírica disponível mostra que os padrões de crescimento são instáveis.

Para contornar as deficiências dos estudos cross-country, Arestis e Demetriadis (1997) propõem a análise da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico com base em séries de tempo. Os autores analisam a relação para a Alemanha e os Estados Unidos, utilizando dados trimestrais para o período compreendido entre o primeiro trimestre de 1979 e o quarto trimestre de 1991. O desenvolvimento do mercado de ações é medido de forma similar para ambos os países, a partir de dois índices, a saber: a razão da capitalização de mercado e a volatilidade do mercado de ações. O desenvolvimento do setor bancário, no entanto, é mensurado de duas formas. Para a Alemanha o índice utilizado é a razão M2/PIB, ao passo que para os Estados Unidos o índice utilizado é o (logaritmo) crédito bancário/PIB.

Para a Alemanha, os resultados empíricos mostram a existência de uma relação de causalidade uni-direcional do desenvolvimento financeiro para o PIB. Além disso, verificou-se que a capitalização de mercado afeta o PIB apenas por intermédio do sistema bancário. Por fim, os testes mostraram que a volatilidade de mercado tem um efeito claramente negativo sobre o produto real.

No caso dos Estados Unidos, os resultados apontam para a existência de “causalidade reversa”, ou seja, o PIB real afeta tanto o desenvolvimento do sistema bancário como o desenvolvimento do mercado de ações.

Em suma, os resultados obtidos pelos autores, com base numa metodologia de séries temporais, mostraram que a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico varia consideravelmente de país para país, de tal forma que o “resultado médio” obtido nos estudos cross-country pode simplesmente não existir (Arestis e Demetriadis, 1997, pp. 796–797).

Os resultados de Arestis e Demetriadis (1997) foram estendidos por Arestis, Demetriadis e Luintel (2001) para uma amostra com cinco países desenvolvidos (Alemanha, Estados Unidos, Japão, Reino Unido e França) que utilizou dados trimestrais para o período compreendido entre o segundo trimestre de 1968 (Reino Unido) e o primeiro trimestre de 1998 (França, Japão e Estados Unidos). As variáveis usadas para todos os países da amostra foram: logaritmo do PIB, logaritmo da razão de capitalização de mercado, logaritmo da razão crédito/PIB e volatilidade de mercado. Os testes empíricos mostraram que: (i) embora os mercados de ações sejam capazes de contribuir para o crescimento econômico, a sua influência sobre o PIB é, no melhor dos casos, uma pequena fração daquela exercida pelo sistema bancário; e (ii) a volatilidade do mercado de ações apresentou fortes efeitos negativos sobre o comportamento do PIB em, pelo menos, dois países, a saber: França e Japão.

Esses resultados empíricos se constituem, na visão dos autores, prova de que os resultados obtidos pelas regressões cross-country a respeito da relação entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro desconsideram as enormes variações observadas de país para país a respeito da relação em consideração. Nas suas palavras:

“The rich diversity in our results complements the findings obtained from cross-country growth regressions concerning the relationship between stock markets and growth. It also confirms the view that cross-country growth regressions at best only provide a broad-brush picture of the relationship between financial development and growth, which misses out many important details. There are good theoretical

reasons why the relationship between the financial system and growth may vary substantially across countries. This paper's findings suggest that these reasons are empirically sound. Thus, the broad-brush conclusion that stock market development helps to promote economic growth must now be viewed with some caution" (2001, p.38).

Os resultados de Arestis, Demetriadis e Luintel (2001) foram criticados por Beck e Levine (2002) para quem a alta frequência dos dados (dados trimestrais) e o tamanho reduzido da amostra (cinco países) põem em dúvida a robustez das conclusões. Nas suas palavras:

"(...) Arestis, Demetriadis and Luintel (2001) use quarterly data and apply time series methods to five developed economies and show that while both banking and stock market development explain subsequent growth, the effect of banking sector development is substantially larger than of stock market development. The sample, however, is very limited and it is not clear whether the use of quarterly data and Johansen's (1988) vector error correction model fully abstracts from high frequency factors influencing the stock market, bank and growth nexus to focus on long-run economic growth" (2002, p.3).

### 3. Estudos com base em painel de dados

Segundo Levine (2004, p. 54–55), a metodologia de dados em painel possui uma série de vantagens com respeito a metodologia tradicional das regressões cross-country, a saber:

- i) O painel de dados permite explorar as variações temporais e transversais dos dados.
- ii) O painel evita os vieses associados à regressão cross-country. Nesta última, o efeito não observado específico ao país é parte do erro de previsão de forma que a correlação entre o mesmo e as variáveis explicativas resulta em estimações viesadas para os coeficientes da regressão.
- iii) O painel permite o uso de variáveis instrumentais para todos os regressores e, portanto, estimações mais precisas para a relação desenvolvimento financeiro–crescimento econômico.

A metodologia de painel de dados foi usada por Beck, Levine e Loyaza (2000) para examinar a relação entre desenvolvimento financeiro e as fontes de crescimento a partir de uma amostra de 77 países para o período 1960–1995. Os dados foram agrupados em períodos não coincidentes de 5 anos com base na média dos mesmos para cada período. Os resultados obtidos pelos autores foram os seguintes:

- a) Existência de uma relação positiva entre o componente exógeno do desenvolvimento financeiro (captado pela origem do sistema legal) e o crescimento econômico de longo-prazo.
- b) Existência de uma relação forte e positiva entre a variável crédito privado (crédito bancário para empresas privadas/PIB) e o crescimento econômico.
- c) Constatação de que o elo desenvolvimento financeiro–acumulação de capital é fraco; ao passo que o elo desenvolvimento financeiro–crescimento da produtividade é robusto.

O estudo de Beck, Levine e Loyaza (2000) limitou-se a considerar o impacto do desenvolvimento dos intermediários financeiros sobre o crescimento de longo-prazo. A análise do papel dos mercados de ações por intermédio de uma metodologia de painel de dados foi feita por Beck e Levine (2002). Os autores consideraram uma amostra com 40 países para o período 1976–1998, perfazendo um total de 146 observações. Como indicadores de desenvolvimento do mercado de ações, os autores utilizaram a razão de turn-over (medida pela relação entre o valor transacionado das ações num determinado ano e o valor de mercado das ações listadas na bolsa de valores), o valor transacionado (medido pela relação entre o valor transacionado das ações e o PIB) e a capitalização de mercado (medido pela relação entre o valor de mercado das ações e o PIB). Como indicador de desenvolvimento bancário, os autores utilizaram o crédito bancário (medido pela relação empréstimos bancários ao setor privado/PIB). Como variáveis de controle da regressão foram usados o PIB per-capita inicial, o número médio de anos de estudos, o prêmio do mercado negro de divisas, a taxa de inflação e a participação dos gastos do governo no PIB.

Os resultados das regressões com base no método GMM mostraram que os indicadores de desenvolvimento do mercado de ações e da intermediação financeira são estatisticamente significativos ao serem incluídos simultaneamente nas regressões de crescimento, mesmo após se controlar para os demais determinantes do crescimento econômico, os efeitos específicos a cada país e o viés de simultaneidade. No entanto, os autores chamam a atenção para o fato de que, a depender da combinação utilizada de variáveis de controle, é possível que apenas o desenvolvimento do mercado de ações ou o desenvolvimento da intermediação financeira tenha impacto sobre o crescimento econômico. Nas suas palavras:

“The two step indicator always indicates that both stock markets and banks independently boost growth. There are, however, a few combinations of control variables – government size, inflation, trade openness and the black market premium – when using the one-step and alternative panel estimators in which only bank development or stock market development enters with a p-value below 0.05. While we read the bulk of these results as suggesting that both markets and banks independently spur economic growth, the fact that the results are not fully consistent across all econometric methods and specifications may lead some to conclude that overall financial development matters for growth but it is difficult to identify the specific components of the financial system most closely associated to economic success” (2002, pp. 6–7).





### **III. A liberalização financeira acelera o crescimento?**

---

Desde o início da década de 1970 que um grande número de países têm implementado reformas nos seus sistemas financeiros. Essas reformas começaram com a privatização dos bancos públicos e a liberação dos tetos para a fixação das taxas de juros por parte dos bancos comerciais, avançando em várias outras frentes, incluindo a abertura da conta de capitais do balanço de pagamentos e a independência do Banco Central em países como a Argentina. Essas reformas foram, em larga medida, inspiradas pela assim chamada “hipótese da repressão financeira” a qual estabelecia que a baixa densidade dos mercados financeiros nos países em desenvolvimento era o resultado da existência de controles sobre as taxas de juros, os quais fazem com que esses países apresentem uma baixa taxa de poupança, tenham uma reduzida intermediação financeira, assim como, mercados de capitais anêmicos (Carvalho, 2008, p. 123). Dada a relação observada entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro, a existência desses controles teria um efeito negativo sobre o crescimento de longo-prazo, pois impediria o desenvolvimento dos mercados financeiros nos países em consideração. Nesse contexto, a liberalização financeira era vista como a política mais adequada para a promoção do desenvolvimento financeiro dos países emergentes e, portanto, para a promoção do crescimento econômico de longo-prazo dos mesmos.

Arestis e Demetriadis (1997) ressaltam que os resultados dessas reformas liberalizantes nos sistemas financeiros da América Latina foram desastrosos, gerando elevadas taxas de juros, induzindo um comportamento excessivamente arriscado por parte dos bancos e terminando

por reduzir o investimento e o crescimento econômico de longo-prazo. Nas suas palavras:

“Financial liberalization unleashed a massive demand for credit by households and firms that was not offset by a comparable increase in the saving rate. Loan rates rose as households demanded more credit to finance purchases of consumer durables, and firms plunged into speculative activities in the knowledge that government bailouts would prevent bank failures (...) High real interest rates completely failed to increase savings or boost investment – both actually fell as a proportion of GNP over the period. The only type of savings that did increase was foreign savings. i.e. external debt” (1997, p. 790–791).

Uma avaliação similar para os casos específicos da Argentina e do Brasil é feita por Carvalho (2008). Ambos os países iniciaram a liberalização financeira, de forma mais ou menos simultânea, no final da década de 1980, mas por motivações bastante diferentes. Enquanto na Argentina a liberalização financeira foi o resultado de uma estratégia deliberada de superação das dificuldades persistentes desse país em obter o controle da inflação e recuperar a capacidade de crescimento; no Brasil a liberalização financeira, ao menos na sua vertente doméstica<sup>5</sup>, foi muito mais uma resposta a demandas emergenciais de curto e médio-prazo, como a necessidade de reestruturação do sistema financeiro face à queda da receita de floating dos bancos comerciais após a estabilização da inflação conseguida com o Plano Real, do que um compromisso com ideais liberalizantes (Ibid, pp. 129–130).

Tanto no caso da Argentina como no caso do Brasil, a liberalização financeira não atendeu as expectativas dos seus proponentes. Com efeito, em ambos os países se verificou uma queda significativa do investimento como proporção do PIB no período 1995–2003, de tal forma que o crescimento do produto real permaneceu em patamares bastante reduzidos ao longo do período em consideração (Ibid, p.135). A estabilidade de preços que se seguiu à liberalização financeira foi obtida às custas de uma maior volatilidade do nível de produto. Por fim, a liberalização financeira aparentemente só foi capaz de produzir um aumento significativo da poupança externa desses países, fato esse que contribuiu enormemente para o aumento da fragilidade externa dos mesmos e, conseqüentemente, para as crises cambiais observadas em 1999, no Brasil, e em 2001, na Argentina.

A tese de que a liberalização financeira induziria um maior crescimento econômico devido ao seu efeito positivo sobre o desenvolvimento dos mercados financeiros se apóia em três pilares básicos, a saber (Arestis e Demetriadis, 1997, p.792):

- a) Existência de uma relação positiva e significativa entre a taxa real de juros e a taxa de poupança.
- b) Existência de uma relação positiva e significativa entre disponibilidade de crédito e investimento.
- c) Existência de uma relação positiva e significativa entre a taxa real de juros e a produtividade do investimento.

No que se refere ao primeiro pilar, a evidência empírica disponível não fornece elementos para suportar a existência dessa relação (Modigliani, 1986; Dornbusch e Reynoso, 1989). Além disso, Greene e Villanueva (1991), com base numa amostra de 23 países em desenvolvimento para o período 1975–1987, constataram a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa entre investimento e taxa real de juros, de forma que o terceiro pilar da tese de liberalização financeira também não tem fundamento na evidência empírica disponível.

<sup>5</sup> Segundo Carvalho (2008) existem duas dimensões do processo de liberalização financeira, uma dimensão doméstica e outra externa. A liberalização financeira doméstica consiste na retirada das restrições regulatórias às atividades das instituições financeiras. Nesse contexto, a liberalização financeira envolve a abolição dos tetos de taxas de juros, fim do crédito direcionado, retirada dos entraves a entrada de bancos estrangeiros no mercado financeiro doméstico e etc. A liberalização financeira externa, por sua vez, consiste na retirada dos obstáculos a livre circulação dos fluxos financeiros entre as fronteiras nacionais, o que envolve a retirada total ou parcial dos controles de capitais, o desmantelamento dos controles cambiais, etc.

Mais recentemente, Stiglitz (1993) identificou sete tipos diferentes de falhas de mercado<sup>6</sup> as quais proporcionam um papel positivo para a intervenção do Estado nos mercados financeiros, pondo em xeque os fundamentos teóricos da tese de liberalização financeira. Nas suas palavras:

“The claim is that market liberalization will enable the financial system to perform its main function of allocating scarce capital more efficiently and will thus benefit the rest of the economy. I argue that much of the rationale for liberalizing financial markets is based neither on a sound economic understanding of how these markets work nor the potential scope for government intervention. Often, too, is lacks an understanding of the historical events and political forces that have led governments to assume the present role. Instead, it is based on a ideological commitment to an idealized conception of markets that is grounded neither in fact nor in economic theory” (1993, p.20)

Segundo Stiglitz (1993), sob informação assimétrica algumas formas de repressão financeira, incluindo os tetos para as taxas de juros, contribuem para reduzir os problemas de risco-moral e seleção adversa, aumentando assim a solidez do sistema financeiro, o que irá encorajar o desenvolvimento do mesmo. As elevadas taxas de juros decorrentes da liberalização financeira, ao estimular a seleção adversa e o risco-moral conforme Stiglitz e Weiss (1981), podem tornar o sistema vulnerável à crises.

Por sua vez, os programas de direcionamento de crédito procuram intervir nas formas pelas quais os bancos alocam seus recursos. Sem intervenção governamental, afirma Stiglitz (1993), os bancos não irão alocar seus fundos para os projetos de investimento com retorno social alto, se o retorno privado dos mesmos for baixo. Nesse contexto, o direcionamento de crédito pode aumentar o investimento total realizado na economia ao minimizar a tendência ao sub-investimento em certos tipos de projetos devido à existência de externalidades associadas aos mesmos. A alternativa ao crédito direcionado seria a concessão de subsídios para aqueles projetos de investimento que o governo deseja encorajar. Contudo, a maior parte dos países em desenvolvimento possui sistemas tributários pouco desenvolvidos o que limita a capacidade dos governos de encorajar o investimento por intermédio da concessão de subsídios. O crédito direcionado surge assim como uma alternativa eficaz para resolver o problema do sub-investimento privado em certas áreas da economia que são do interesse de toda a sociedade.

Com base nessas considerações, segue-se que a repressão financeira pode estimular, ao invés de retardar o desenvolvimento financeiro.

Essa hipótese foi testada por Arestis e Demetriadis (1997) com base num modelo VAR, com horizonte de dois anos, para o caso da Coréia do Sul. As variáveis incorporadas no modelo foram as seguintes: logaritmo da razão depósitos bancários/PIB nominal, logaritmo da renda real per-capita, taxa real de juros ex-ante dos depósitos, logaritmo do estoque de capital per-capita e um índice de repressão financeira. Este índice é uma média ponderada dos cinco principais componentes de controle do governo sobre o sistema financeiro da Coréia, a saber: teto sobre taxas de juros dos depósitos, texto sobre as taxas de juros dos empréstimos, percentual de crédito direcionado no crédito total do setor bancário, requerimento de reservas sobre depósitos a vista e a prazo.

Os autores obtiveram os seguintes resultados a partir do modelo VAR:

- i) O índice de repressão financeira tem um efeito positivo e significativo sobre o desenvolvimento financeiro.
- ii) A taxa real de juros tem um efeito negativo sobre o produto e, principalmente, sobre o estoque de capital.

Nesse contexto, a evidência empírica disponível parece fornecer suporte para a hipótese de que a repressão financeira pode, em certos casos, estar associada a um maior desenvolvimento financeiro.

---

<sup>6</sup> Essas falhas de mercado decorrem do caráter de bem público da informação (não rival e não-excluível) o que torna difícil, quando não impossível, se apropriar dos retornos da mesma, o que implica na existência de externalidades associadas à aquisição de informação. Além disso, como os gastos com a aquisição de informação têm a natureza de um custo fixo; segue-se que aqueles mercados que forem intensivos em informação devem ser imperfeitamente competitivos.



## **IV. O papel dos bancos públicos**

---

Em função da existência dos problemas de informação e de mercados incompletos, atualmente parece haver um consenso entre os economistas a respeito da necessidade de intervenção do Estado nos mercados financeiros (Novaes, 2007, p.41). A questão que ainda está em aberto refere-se a se o Estado deve apenas regular os mercados financeiros ou se deve participar diretamente desses mercados por intermédio de bancos estatais.

Com efeito, as razões para a intervenção do Estado nos mercados financeiros são as seguintes (Ibid, p.41):

- a) Manter a segurança e a solidez do sistema bancário, evitando assim as corridas bancárias.
- b) Suavizar as falhas de mercado decorrentes de assimetria de informação.
- c) Financiar projetos de investimento considerados socialmente importantes, mas sem viabilidade financeira privada em função da existência de externalidades e efeitos de transbordamento.
- d) Promover o acesso aos serviços bancários por parte das populações menos favorecidas e localizadas em áreas remotas.

As duas primeiras razões apontadas acima apontam apenas para a necessidade de regulação governamental dos mercados financeiros na forma de seguros de depósito, requerimentos de capital próprio e etc. As duas últimas razões, no entanto, abrem a possibilidade para uma intervenção mais direta do Estado no sistema financeiro por intermédio de bancos públicos. Nesse contexto, o Estado deve decidir se as tarefas de financiamento de projetos de investimento socialmente importantes e de promoção do acesso aos serviços bancários devem ser feitas por

intermédio de bancos públicos ou se as mesmas podem ser delegadas para os bancos privados, os quais seriam contratados pelo Estado para desempenhar essas funções.

No que se refere à questão específica da intervenção do Estado no sistema financeiro por intermédio de bancos públicos, a literatura apresenta duas grandes respostas para a mesma, a saber: a “visão desenvolvimentista” e a “visão política”.

De acordo com a assim chamada “visão desenvolvimentista”<sup>7</sup>, associada ao trabalho de Gerschenkron (1962), os bancos públicos desempenham um papel essencial no desenvolvimento financeiro e no crescimento econômico dos países economicamente mais atrasados. Isso porque, nesses países, as instituições não são desenvolvidas o suficiente para induzir os bancos privados a financiar investimentos de longo-prazo. Dessa forma, o Estado deve criar o seu próprio banco para alavancar o crescimento econômico.

Uma resposta diferente para essa pergunta é dada pela assim chamada “visão política” segundo a qual os bancos estatais são usados pelos detentores do poder político para promover o emprego, subsídios e benefícios para os seus aliados, ao invés de sê-lo para a promoção do desenvolvimento como um todo. Sendo assim, a intervenção do Estado no sistema financeiro, se realmente necessária, deve ser feita por intermédio da contratação de bancos privados para a prestação dos serviços que o Estado deseja.

A questão mais geral referente à provisão de bens e serviços diretamente pelo Estado ou por intermédio de uma empresa privada contratada pelo Estado é analisada por intermédio da Teoria dos Contratos. Segundo Shleifer (1998), quando o governo sabe exatamente o que quer do seu agente não há diferença do ponto de vista do bem-estar social se os bens e serviços que o Estado deseja ofertar são produzidos por empregados do Estado ou por empregados contratados por uma empresa privada. Dessa forma, conforme afirma Novaes (2007, p.42), “a simples busca de objetivos sociais não é suficiente para justificar a propriedade estatal que pode ser substituída pela celebração de um contrato com o setor privado”. Contudo, se os contratos forem incompletos, o governo não consegue antecipar, regular ou estipular exatamente o que deseja. A incompletude dos contratos é uma decorrência das dificuldades existentes de se medir a qualidade dos serviços oferecidos. Dessa forma, a escolha entre propriedade privada ou estatal depende de como a natureza da propriedade afeta os incentivos para oferecer qualidade vis-à-vis o custo de ofertar o serviço com determinada qualidade.

Num contexto de contratos incompletos, a propriedade direta do Estado na provisão de bens e serviços se justifica quando (Ibid, p.43):

- i) O incentivo para reduzir os custos pelo provedor privado pode levar a uma deterioração da qualidade do serviço oferecido.
- ii) A inovação tecnológica não é importante no setor em consideração.
- iii) A concorrência é fraca e o consumidor não tem opções de escolha.
- iv) O incentivo para se ter uma boa reputação é pequeno.

As condições acima apresentadas não nos permitem dizer a priori se o Estado deve ou não intervir no sistema financeiro por intermédio de bancos públicos. Com efeito, entre as condições acima listadas, apenas as condições (i) e (iii) são claramente aplicáveis ao caso do setor bancário. No que se refere à condição (ii), nas últimas duas décadas tem-se observado uma tendência crescente a aplicação das tecnologias de informação no sistema financeiro, de forma que não podemos afirmar, a priori, que a inovação tecnológica não é importante para o setor em questão. Por fim, bancos têm um claro incentivo a obter uma boa reputação entre os seus depositantes para evitar “corridas bancárias”, as quais podem ter efeitos fortemente negativos sobre o patrimônio líquido dos bancos, tal como ressaltado por Diamond e

---

<sup>7</sup> Uma derivação da “visão desenvolvimentista” é a assim chamada “visão social” segundo a qual as empresas e os bancos estatais são criados para solucionar falhas de mercado sempre que os benefícios dessa intervenção forem superiores aos custos. Como a informação nos mercados financeiros é assimétrica, segue-se que o equilíbrio resultante não é Pareto-Eficiente, de forma que o Estado pode intervir para melhorar o bem-estar da sociedade.

Dybig (1983). Em outras palavras, a teoria dos contratos não tem uma previsão clara a respeito da conveniência ou não da intervenção do Estado no sistema financeiro por intermédio de bancos públicos.

Nesse contexto, a justificativa teórica para a presença de bancos públicos se baseia em três argumentos principais. O primeiro argumento é que a existência de bancos públicos pode atuar como contra-peso ao poder de mercado dos bancos privados, o qual decorre da própria tecnologia de produção dos serviços financeiros. Com efeito, o setor bancário, em função da clara presença de retornos crescentes à escala<sup>8</sup> e economia de escopo<sup>9</sup>, tende a ser extremamente concentrado, o que limita o volume de empréstimos concedidos a setores ou entidades específicos, e aumenta a margem de intermediação financeira devido ao poder de mercado dos bancos. Como os bancos públicos apresentam funções-objetivo diferentes daquelas possuídas pelos bancos privados, ao menos em tese, a intervenção estatal pode ser justificada a favor de uma maior distribuição de renda (Willner, 1996), na viabilização de projetos de investimento que não seriam realizados pela iniciativa privada ou mesmo no financiamento de projetos de educação. Acrescenta-se ainda que os bancos públicos podem atuar em áreas geográficas de pouco interesse dos bancos privados em decorrência da baixa lucratividade. Até pelo fato dos bancos públicos ou sob o controle estatal não buscarem lucros, em um plano mais conceitual, ou constituírem importante instrumento à disposição policy maker de modo que algumas operações podem ser subsidiadas sob a forma de não geração de lucro, eles podem gerar externalidades positivas para a economia sob a forma da redução de preços e no direcionamento de recursos a atividades mais arriscadas e com maiores retornos sociais.

Um segundo argumento baseia-se na constatação de que os bancos privados são mais propensos ao risco do que os bancos públicos (Caprio and Honohan, 2001), justificando-se assim a intervenção do Estado para a correta manutenção da segurança e do funcionamento do sistema bancário. A atividade bancária é uma atividade que possui duas dimensões. A primeira decorrente da sua vital importância para o desenvolvimento da economia. A segunda deriva da sua inerente fragilidade e instabilidade oriunda do perfil dos ativos e passivos e da própria alavancagem das operações de crédito e subsequente criação de moeda. Conforme salienta Ashcraft (2005, p. 1712): “Why are banks so highly regulated? There are probably several reasons, but one of the more important is a common belief that bank failures involve significant macroeconomic costs”. Em geral, um banco falha do ponto de vista econômico quando o valor de mercado de seus ativos cai abaixo do valor das suas obrigações de modo que o valor de mercado do seu capital se torna negativo. Nesse momento, o banco não é mais capaz de honrar as suas obrigações, gerando conseqüências desastrosas sobre a economia. A competição entre os bancos pode ser perigosa onde a supervisão bancária é fraca ou mesmo inexistente e não existem seguros de depósito (Akerlof e Romer, 1993), uma vez que os bancos ao se defrontarem com um cenário competitivo na busca de market share e maximização de resultados podem conceder empréstimos arriscados, especialmente sob a instituição da securitização de créditos que faculta aos bancos o expediente de limpar os seus balanços e, por conseguinte, aumenta a capacidade de alavancagem dos bancos aumentando o risco sistêmico da economia (macroeconômico), mesmo que os riscos individuais dos bancos não reflitam tal resultado (microeconômico).

Por fim, um dos grandes argumentos favoráveis a presença Estatal no setor bancário é a possibilidade dos bancos estatais terem um papel anti-cíclico na economia, emprestando mais nas recessões e menos em períodos de expansão. Dessa forma, a existência de uma importante participação Estatal no setor bancário deve atuar no sentido de reduzir a volatilidade do produto com respeito aos países nos quais essa presença não é tão importante (Novaes, 2007, pp.56–57).

No entanto, a literatura também aponta diversos problemas referentes à existência de bancos públicos. Um dos problemas evidenciados decorre do conflito de interesses entre o dono (ou

<sup>8</sup> Um fonte importante de economia de escala decorre dos elevados custos fixos envolvidos na instalação e operação dos bancos e baixos custos marginais de se servir o clientes. Outra fonte importante de economia de escala é oriunda da informação, tanto a partir do cadastro dos clientes, como também decorrente das transações bancárias realizadas entre os agentes.

<sup>9</sup> A economia de escopo é fruto da diversificação da atividade e dos serviços bancários, ou decorrente da oferta de diversos produtos e serviços a um único cliente.

controlador) do banco, isto é, entre o Estado representado pelos políticos, e o administrador do banco. Esse conflito torna-se mais evidente quando o custo de monitoramento se torna elevado ou mesmo se torna impossível estabelecer mecanismos de punição. De acordo com Megginson (2004) essa é uma importante fonte de ineficiência nas empresas públicas. Como resultado, os administradores dos bancos públicos tendem a não aprimorar as práticas de intermediação financeira bem como tendem a adotar práticas conservadoras de gerenciamento de riscos. Com efeito, esse problema ganha maior dimensão quando os projetos de investimento são ligados a práticas sociais em decorrência da dificuldade, ou mesmo incapacidade, de mensuração dos resultados desses projetos.

Um segundo problema de principal-agente pode ocorrer, ainda, entre os políticos e a sociedade. Como os políticos detêm o controle das operações dos bancos públicos, eles podem direcionar os recursos do banco para projetos de seu interesse, projetos esses que trazem o maior retorno em termos de votos, apoio político ou mesmo por meio de subornos para obtenção de benefícios próprios. La Porta et al. (2002) define esse problema como “political view”. Segundo os autores esse resultado adverso depende fundamentalmente da qualidade das instituições. Em economias com elevado desenvolvimento econômico e institucional, nas quais as ações dos políticos estão alinhadas com os desejos da sociedade e, por conseguinte a ação dos administradores dos bancos tende a fornecer como resultado as visões desenvolvimentistas e sociais (development view and social view).

Segundo Stiglitz (1993) o processo de monitoramento e obtenção de informações é claramente um bem público e, portanto, trás como resultado a baixa oferta desse produto. Se um administrador ou mesmo membro do conselho de administração adota uma ação que aumenta o valor de mercado da empresa, todos os shareholders irão se beneficiar. Da mesma forma, se um limite mais restritivo de crédito reduz a probabilidade de inadimplência todos se beneficiarão dessa medida. Por essas razões, pouco esforço é realizado no monitoramento dessas instituições e, conseqüentemente, os políticos, os membros do conselho de administração, os administradores dos bancos e todos os envolvidos nessa “cadeia de comando” podem desviar dos interesses da sociedade, dona, em última análise dos bancos públicos. Deve-se ressaltar, contudo, que tais problemas não são exclusivos de bancos públicos, mas frequentemente a literatura utiliza tais argumentos a favor da privatização.

O trabalho seminal de La Porta et. al (2002) documentou uma forte relação negativa entre crescimento econômico e bancos públicos com repercussões negativas sobre a renda per capita dos países. Partido de um estudo cross-section com 92 países, os autores postularam que um aumento de 10% na participação dos bancos públicos acarreta em queda de 0,14% a 0,24% na renda per capita, sendo que canal de redução do crescimento econômico ocorre por meio da produtividade. Além disso, países com elevada participação dos bancos públicos tendem a apresentar baixos níveis de renda per capita, baixo desenvolvimento do sistema financeiro, práticas intervencionistas ineficientes e baixa proteção aos direitos de propriedade.

O próprio Banco Mundial, por meio do seu Policy Research Report, referindo-se ao trabalho de La Porta et. al (2002), escreveu que “whatever its original objectives, state ownerships banks tends to stunt financial sector development, thereby contributing to slower growth” (World Bank 2001, p. 123).

Partindo dos estudos de La Porta et al., mas adotando uma diferente base de dados, Barth et al. (2001) concluem que quanto maior a participação do estado no setor bancário, maior a tendência de se obter como resultado elevados spreads, menor crédito privado, menor atividade do mercado de capitais e menor o volume de crédito não-bancário (ou seja, aqueles oriundos de financeiras ou concedidos aos clientes não bancarizados), mesmo se levando em consideração outros fatores que podem influenciar o desenvolvimento do sistema financeiro como corrupção, eficiência da burocracia, legislação e cultura do país. Por fim, os autores concluem que a quanto maior a participação do estado no setor bancário, menor será a competição bancária, bem como maior o número de licenças de autorização de funcionamento de bancos privados negado, e baixa participação dos bancos estrangeiros nesse mercado.

Uma análise mais pormenorizada desses trabalhos revela, no entanto, que os resultados apresentados são controversos e não podem servir de argumento para a implementação de privatizações



em todos os países, em especial nos países pobres e em desenvolvimento. Por exemplo, no estudo de La Porta et al. (2002) evidencia-se que os autores rodam diversas regressões, por meio de análise de painel, para diferentes grupos de países, adotando como critério de seleção variáveis como desenvolvimento financeiro, renda inicial, direitos de propriedade, legislação comercial (common law, French civil law, German civil law, Scandinavian law, and socialist law), etc. Como resultado, é possível observar que a relação entre bancos públicos e desenvolvimento econômico é contundente apenas para países com baixa renda, baixo desenvolvimento do sistema financeiro e direitos de propriedade não assegurados. Contudo, para os demais países essa relação é estatisticamente insignificante, de modo que a única conclusão que se pode tirar é que o efeito dos bancos públicos sobre o sistema econômico não é homogêneo. De toda sorte, os autores concluem:

“We find that higher government ownership of banks is associated with slower subsequent development of the financial system, lower economic growth, and, in particular, lower growth of productivity. These results, and particularly the finding of low productivity growth in countries with high government ownership of banks, are broadly supportive of the political view on the effects of government interference in markets” (La Porta et al., 2002, p.5).

Micco et al.(2007), por sua vez, analisando o comportamento dos bancos públicos e privados concluiu que para países pobres e em desenvolvimento bancos públicos tendem a apresentar taxas mais baixas de lucro e maiores custos. No entanto, esse mesmo estudo não apontou nenhuma relação para países desenvolvidos. Ressaltam, ainda, que em anos eleitorais os bancos públicos localizados em países em desenvolvimento aumentam o volume de empréstimos, ao passo que os bancos privados não apresentam tal comportamento. Em síntese, os autores salientam:

“(…) it is important to mention that our results do not necessarily imply that state-owned Banks play no role in development. In fact, the development and political views should not be seen as corner solutions without any intermediate possibility; it is possible that a development mandate co-exist with some political lending. The key challenge (...) is to understand if, and under what conditions, the potential benefits of development mandate can outweigh the inefficiencies and the potential for corruption generated by political lending” (Micco et al, 2007, p. 16).

Resultados similares são encontrados em Demirgüç-Kunt e Huizinga (2000), Mian (2003) e Caprio et al. (2004). Considerando uma série de artigos sobre o tema, Megginson (2004) estabeleceu a seguinte pergunta: “Given the large number of empirical studies produced during the last fifteen years, has empirical research generated a conclusive answer regarding the relative efficiency of state versus private ownership?”. A sua resposta foi: “fairly clearly, it has, and the answer is that private ownership must be considered superior to state ownership in all but the most narrowly defined fields or under very special circumstances”.

Resultados diferentes aos encontrados pela literatura acima citada por obtidos por Bhattacharya et al (1997) quem, ao analisar a eficiência dos 70 bancos comerciais indianos durante o período de 1986–1991, primeiros estágios do processo de liberalização naquele país, concluíram que os bancos públicos são mais eficientes, seguidos dos bancos privados estrangeiros e, logo na seqüência, pelos bancos privados nacionais, inclusive no que diz respeito à concessão de serviços bancários aos usuários. De todo modo, os autores observam que o processo de liberalização financeira aumentou a performance dos bancos privados estrangeiros, não acarretou nenhuma mudança na performance dos bancos privados nacionais e acarretou ligeiro declínio temporal da performance dos bancos públicos.

Sapienza (2004), analisando os efeitos da concessão de empréstimos bancários na Itália, concluiu que os bancos públicos cobram, sistematicamente, taxas de juros mais baixas do que aquelas praticadas pelos bancos privados, bancos esses com as mesmas características. Segundo o autor, os empréstimos concedidos pelos bancos públicos são, em média, 44 pontos mais baixos do que os do setor privado<sup>10</sup>. De todo modo, segundo o autor, esses resultados não confirmam a existência que o banco público é mais

<sup>10</sup> Esse resultado foi robusto sob diversas especificações do modelo.

eficiente do que o privado ou mesmo que o primeiro opera com custos mais baixos. Além disso, não é possível confirmar a existência de visões desenvolvimentistas ou sociais (*development view and social view*). O que se evidencia é a afiliação partidária do presidente do banco e a região na qual os empréstimos são concedidos são variáveis com forte influência sobre a taxa de juros sugerindo, nesse caso, a presença de uma visão política (*political view*<sup>11</sup>). Em um contexto geral, o resultado encontrado pelo autor pode explicar a relação negativa encontrada por diversos autores entre bancos públicos, desenvolvimento financeiro, produtividade e crescimento econômico (La Porta et al. 2002).

Quando se analisa a questão entre bancos públicos e privados sob a ótica de riscos, Iannotta et al. (2008), considerando uma amostra dos 224 maiores bancos europeus no período de 1999–2004, mostraram que os bancos públicos possuem, na média, melhores classificações de risco na emissão de papéis do que os bancos privados, ou seja, os bancos públicos são classificados com menores riscos de default e, portanto, usufruem de menores custos de captação. Por outro lado, os bancos privados possuem menor risco de solvência do que o seu par público. Como resultado, se o risco de default é independente do risco intrínseco (risco de insolvência), então os investidores avessos ao risco não terão nenhum incentivo em punir os bancos públicos através da exigência de spreads mais elevados. Uma importante implicação política e econômica do resultado obtido pelos autores decorre dos requisitos impostos pelo II Acordo de Basileia, mais especificamente, os requisitos do Pilar III<sup>12</sup>. Como Basileia II coloca grande ênfase na classificação de risco, uma vez que os ativos da instituição são ponderados pelos respectivos riscos, isso significa que menores riscos de default implicam em maior capacidade de alavancagem por parte dos bancos, o que confere vantagem competitiva aos bancos públicos.

No que se refere ao papel anticíclico dos bancos públicos, Micco e Paniza (2004), com base numa amostra de 27 países industrializados e 97 países em desenvolvimento para o período 1995–2004, constataram que o crédito dos bancos comerciais é menos pró-cíclico do que o crédito dos bancos privados. Além disso, as evidências empíricas encontradas por esses autores mostraram que o papel anticíclico do crédito dos bancos públicos faz parte da função objetivo desses bancos, não resultando da acomodação dos funcionários desses bancos, o que os levaria a emprestar menos nos bons tempos, mas também a reduzir menos o crédito durante as recessões (Novaes, 2007, p.59). Contudo, alguns autores argumentam que o caráter anticíclico (ou menos pró-cíclico) dos bancos públicos não é necessariamente uma vantagem do ponto de vista social. Isso porque, como mostram Cechetti e Krause (2001), a eficácia da política monetária, a qual depende da sensibilidade do crédito a taxa de juros, é negativamente afetada pela propriedade estatal de ativos bancários. Dessa forma, o comportamento menos pró-cíclico dos bancos públicos tem seu efeito sobre a volatilidade do produto contrabalançado pela redução da eficácia da política monetária.

Em resumo, a literatura sobre bancos públicos mostra que, apesar da existência de argumentos teóricos para a existência de bancos públicos, as evidências empíricas disponíveis apontam para a existência de efeitos negativos dos bancos estatais sobre o desenvolvimento financeiro e crescimento econômico nos países de mais baixa renda. Para os demais países, essa relação é estatisticamente insignificante. Isso deixa em aberto o papel dos bancos públicos nos países em desenvolvimento de renda média. Dessa forma, deve-se proceder a estudos de caso para se avaliar o papel dos bancos públicos no desenvolvimento financeiro e no crescimento econômico desses países.

<sup>11</sup> O autor ressalta, no entanto, que a visão política é uma possível explicação para o resultado encontrado. De todo modo, como o portfólio total dos bancos não foram analisados, outros objetivos estabelecidos pelos bancos públicos não podem ser descartados. (Sapienza, 2004).

<sup>12</sup> Sob uma perspectiva global, o II Acordo de Basileia está dividido em três pilares. O Pilar I diz respeito os requisitos mínimos de capital para fazer frente aos riscos de crédito, mercado e operacional. O Pilar II visa à supervisão bancária, enquanto que o Pilar III tem como objetivo implementar uma maior disciplina de mercado com vistas a estabelecer práticas bancárias mais saudáveis e seguras, bem como fornecer maiores informações ao mercado e ao público em geral assegurando maior transparência financeira e solvabilidade das instituições.

## V. Conclusão

---

Neste artigo foi feita uma revisão da literatura teórica e empírica recente a respeito da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. A literatura sobre o tema em consideração estabelece, em primeiro lugar, que um maior desenvolvimento do setor financeiro, notadamente dos bancos comerciais, tem um impacto positivo sobre o crescimento econômico ao aumentar a eficiência da alocação de recursos. O efeito do desenvolvimento financeiro sobre a poupança e a acumulação de capital é tido como negligenciável, ou até mesmo negativo.

Um segundo ponto ressaltado pela literatura em questão é que o desenvolvimento financeiro nem sempre resulta de políticas de liberalização financeira, ao contrário do que foi estabelecido pela assim chamada “hipótese de repressão financeira” de Shaw e McKinnon. Com efeito, a literatura teórica e empírica aponta para a possibilidade de que políticas de repressão financeira e de direcionamento de crédito atuem no sentido de estimular o desenvolvimento financeiro, o que tem impacto positivo sobre o crescimento de longo-prazo.

Um terceiro aspecto levantado pela literatura refere-se à relação entre crescimento econômico, desenvolvimento do mercado de capitais e intermediação financeira. Embora existam evidências empíricas robustas a respeito da complementariedade entre a intermediação financeira e o desenvolvimento do mercado de capitais; constata-se também a existência de algumas evidências empíricas que apontam para o fato de que o efeito da intermediação financeira sobre o crescimento de longo-prazo ser mais forte do que o efeito do desenvolvimento do mercado de capitais. A literatura mostra também que a existência de bancos públicos têm um claro efeito negativo sobre o desenvolvimento financeiro e o

crescimento econômico dos países mais pobres, mas deixa em aberto o papel desses bancos nos países em desenvolvimento de renda média. Dessa forma, um entendimento mais profundo do papel dos bancos públicos nesses países requer a realização de estudos de caso.

Por fim, um último ponto ressaltado pela literatura é o caráter menos pró-cíclico do crédito concedido pelos bancos públicos relativamente ao crédito concedido pelos bancos privados, o que pode atuar no sentido de reduzir a amplitude das flutuações cíclicas.

## Bibliografía

---

- Ashcraft, A. (2005). "Are banks really special? New Evidence from the FDIC-induced failure of healthy banks". *American Economic Review*, 95(5), 1712–1730.
- Akerlof, G.A (1970). "The market for lemons: quality uncertainty and market mechanism". *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, N.3.
- Akerlof, G. A (1993). "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit". *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program*. The Brookings Institution, vol. 24, pp. 1–74.
- Arestis, P; Demetriadis, P.O. (1997). "Financial Development and Economic Growth: assessing the evidence". *The Economic Journal*, Vol. 107, N. 442.
- Arestis, P; Demetriadis, P.O; Luintel, K.B. (2001). "Financial development and economic growth: the role of the stock markets". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, N.1.
- Barth, J. R; Caprio, G; Levine, R (2001). "Banking System Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?" In F.S. Mishkin (ed.) *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*. Chicago, IL: The University Chicago Press.
- Beck, T; Levine, R; Loayza, N.V. (2000). "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, N.1–2.
- Beck, T; Levine, R. (2002). "Stock Markets, Banks and Growth". Mimeo.
- Beck, T; Levine, R. (2003). "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidences". *Journal of Banking and Finance*.
- Bhattacharyya, A; Bhattacharyya, A; Kumbhakar, S. C. (1997). "Changes in Economic Regime and Productivity Growth: A Study of Indian Public Sector Banks". *Journal of Comparative Economics*. Vol. 25, 196–219
- Caprio, G; Honohan, P. (2001). "Finance for Growth: policy choices in a volatile world". A World Bank policy research report. 1st ed., Oxford University Press.
- Caprio, G; Laeven, ; Levine, R. (2004). "Governance and bank valuation". *Policy Research Working Paper #3202*. The World Bank.

- Carvalho, F.C. (2008). "Financial liberalization in Brazil and Argentine" In Arestis, P; Paula, L.F. (orgs.). *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*. Palgrave Macmillan: Nova Iorque.
- Cecchetti, S; Krause, S. (2001). "Financial Structure, macroeconomic stability and monetary policy. National Bureau of Economic Research, Working Paper N. 8354.
- Demirgüç-Kunt, A; Levine, R.. (1996). "Stock market development and financial intermediaries: stylized facts". *World Bank Economic Review*, Vol. 19, N.2.
- Demirgüç-Kunt, A; Huizinga, H. (2000). "Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence". *World Bank Economic Review*, 13(2), pp. 379–408.
- Diamond, P; Dybig, P.H. (1983). "Bank runs, deposit insurance and liquidity". *Journal of Political Economy*, Vol. 91, pp. 401–419.
- Diamond, D. (1984). "Financial intermediation and delegated monitoring". *Review of Economic Studies*, Vol. 51, N.3.
- Dornbusch, R; Reynoso, A. (1989). "Financial factors in economic development". *American Economic Review*, Vol. 79, N.2.
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Harvard University Press: Cambridge (Mass.).
- Goldsmith, R.W. (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press: New Haven.
- Greene, J; Villanueva, D. (1991). "Private investment in developing countries: an empirical analysis". *IMF Staff Papers*, Vol. 38, N.1.
- Greenwald, B; Stiglitz, J. (1991). "Information, finance and markets: the architecture of allocative mechanisms". National Bureau of Economic Research, Working Paper N. 3652.
- Grossman, S; Stiglitz, J. (1980). "On the impossibility of informationally efficient markets". *American Economic Review*, Vol. 70, N.3.
- Iannotta, G; Nocera, G; Sironi, A.(2007). "Ownership Structure, Risk and Performance in European Banking Industry". *Journal of Banking and Finance*, 31, 2127–2149.
- Iannotta, G; Nocera, G; Sironi, A. (2008). "The Impact of Government Ownerships on Bank's Rating: Evidence from the European Banking Industry. 21st Australasian Finance and Banking Conference.
- Keynes, J.M. (1973). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. MacMillan: Londres [edição original: 1936].
- King, R; Levine, R. (1993). "Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence". *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, N.1.
- La Porta, R; Lopez-de-Silanes, F; Shleifer, A. (2002). "Government ownership of Banks". National Bureau of Economic Research, Working Paper N. 7620.
- Levine, R; Zervos, S. (1998). "Stock markets, Banks and economic growth". *The American Economic Review*, Vol. 88, N.3.
- Levine, R. (2002). "Bank-based or market-based financial systems: which is better?". National Bureau of Economic Research, Working Paper N. 9138.
- (2004). "Finance and Growth: theory and evidence". National Bureau of Economic Research, Working Paper N. 10766.
- Levine, R; Loyaza, R; Beck, T. (2002). "Financial intermediation and growth: causality and causes". *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46, pp. 31–77.
- Lucas, R. (1988). "On the mechanics of economic development". *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, pp. 3–42.
- Meggison, W. L. (2004). *The Financial Economics of Privatization*. 1st Edition, New York. Oxford University Press.
- McKinnon, R.I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, Washington (D.C)
- Mian, A. (2003). "Foreign, private domestic, and government banks: new evidence from emerging markets". Mimeo, University of Chicago.
- Micco, A; Panizza, U. (2004). "Banking ownership and lending behavior". Inter-American Development Bank Working Paper N. 520, Washington.
- Micco, A; Panizza, U; Yanez, M. (2007). "Bank ownership and performance. Does politics matter?". *Journal of Banking and Finance*, 31(1), pp. 219–241.
- Modigliani, F. (1986). "Life-cycle, individual thrift and the wealth of nations". *American Economic Review*, Vol. 76, N.3.

- Novaes, A. (2007). “Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional” In Pinheiro, A.C; Oliveira Filho, L.C. (orgs.). Mercado de Capitais e Banco Públicos: análise e experiências comparadas. Contra Capa: Rio de Janeiro.
- Pagano, M. (1993). “Financial markets and growth: an overview”. *European Economic Review*, Vol. 37, pp. 613–622.
- Romer, D. (2006). *Advanced Macroeconomics*. McGraw–Hill: Nova Iorque.
- Sapienza, P. (2003). “The Effects of Government Ownership on Bank Lending”. *Journal of Financial Economics*, vol. 71, pp. 357–384.
- Schumpeter, J. (1982). *A Teoria do Desenvolvimento Econômico*. Nova Cultural: São Paulo [Edição original: 1911].
- Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press: Nova Iorque.
- Shleifer, A. (1998). “State versus private ownership”. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, N.4.
- Stiglitz, J. (1989). “Financial markets and development”. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5, N.4.
- Stiglitz, J. (1993). “The role of the State in financial markets”. *World Bank Research Observer*. Annual Conference on Development Economics, Supplement, pp. 19–61.
- Stiglitz, J; Weiss, A. (1981). “Credit rationing in markets with imperfect information”. *American Economic Review*. Vol. 71, N.3.
- Willner, J. (1996). “Social Objectives, Market Rule and Public Policy”. In Devine, P; Katsoulacas, Y; Sugden, R. (eds.). *Competitiveness, Subsidiarity and Industrial Policy*. New York: Routledge.
- World Bank (2001). “Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World”. A World Bank Policy Research Report, April. New York: Oxford University Press.







NACIONES UNIDAS

Serie

C E P A L

financiamiento del desarrollo

## Números publicados

A lista completa e os arquivos pdf estão disponíveis em

[www.eclac.org/publicaciones](http://www.eclac.org/publicaciones)

230. Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico: teoria e evidência (LC/L.3257-S), N° de venta S.10.II. G.62 (US\$10.00), 2010.
229. Financiamiento de la inversión de empresas en general y de micro, pequeñas y medianas empresas en particular: el caso de Uruguay (LC/L.3256-P), N° de venta S.10.II. G.61 (US\$10.00), 2010.
228. La banca de desarrollo en El Salvador (LC/L.3242-P), N° de venta S.10.II. G.47 (US\$10.00), 2010.
227. Acceso al financiamiento de las pymes en Argentina: estado de situación y propuestas de política (LC/L.3241-P), N° de venta S.10.II. G.46 (US\$10.00), 2010.
226. Financiamiento a las microempresas y las pymes en México (2000-2009) (LC/L.3238-P), N° de venta S.10.II. G.41 (US\$10.00), 2010.
225. Financiamiento a la inversión de las pequeñas y medianas empresas: el caso de El Salvador (LC/L.3236-P), N° de venta S.10.II. G.39 (US\$10.00), 2010.
224. Protección del gasto público social a través de la política fiscal: El caso de Chile (LC/L.3235-P), N° de venta S.10.II. G.38 (US\$10.00), 2010.
223. Microfinanzas en Honduras (LC/L.3193-P), N° de venta S.10.II. G.26 (US\$10.00), 2009.
222. La industria microfinanciera en Nicaragua: el rol de las instituciones microfinancieras (LC/L.3146-P), N° de venta S.09.II.G.119 (US\$10.00), 2009.
221. A summary of the experience of Chile and Colombia with unremunerated reserve requirements on capital inflows during the 1990's, (LC/L.3145-P), sales N° E.09.II.G118 (US\$10.00), 2009.
220. ¿Existe un modelo de microfinanzas en América Latina? (LC/L.3147-P), N° de venta S.09.II.G.120 (US\$10.00), 2009.
219. Diseño y ajuste de los planes explícitos de beneficios: el caso de Colombia y México (LC/L.3131-P), N° de venta S.09.II.G.106 (US\$10.00), 2009.
218. Microfinanzas en Nicaragua (LC/L.3135-P), No de venta S.09.II.G.110 (US\$10.00), 2009.
217. Microfinanzas y políticas públicas: desempeño reciente y propuestas para la acción en Venezuela (LC/L.3105-P), N° de venta S.09.II.G.86 (US\$10.00), 2009.
216. Ampliación de la cobertura de microfinanzas en el área rural del Estado Plurinacional de Bolivia: un diagnóstico cualitativo de los esfuerzos actuales y desafíos (LC/L.3089-P), N° de ventas S.09.II.G.75 (US\$10.00), 2009.

- O leitor interessado em adquirir números anteriores desta série pode solicitá-los dirigindo a sua correspondência à Unidade de Distribuição, Cepal, Caixa Postal 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, Correio Eletrônico: [publications@cepal.org](mailto:publications@cepal.org).

Nome: .....
Atividade: .....
Endereço: .....
Código postal, cidade, país: .....
Tel.: ..... Fax: ..... Correio eletrônico: .....