

DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E CRESCIMENTO ECONÔMICO

FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH

Marcelo Ladvocat*
Karine Cristine Ferreira**

RESUMO

O presente artigo faz uma revisão bibliográfica de trabalhos envolvendo as relações entre o desenvolvimento do setor financeiro e o crescimento econômico. Destaca a evolução dessa teoria e a tendência ao estabelecimento de duas grandes vertentes de estudos. No primeiro grupo, podemos observar uma abordagem que tem o desenvolvimento do setor financeiro como mobilizador de fundos e, portanto, gerador de uma maior eficiência alocativa do capital. No segundo, encontramos trabalhos que tratam o setor financeiro como um setor que objetiva seu próprio crescimento construindo um centro financeiro fortemente embasado em vantagens comparativas.

Palavras-chave: Desenvolvimento Econômico. Crescimento Econômico. Mercado Financeiro.

Classificação JEL: O16, E5

ABSTRACT

This paper reviews the literature regarding the correlation between the development of the financial market and economic growth. It highlights the evolution of this theory and the tendency towards two distinct schools of thought and approaches. The first group highlights the financial sector as fostering productivity growth and greater efficiency of resource allocation. The second group suggests the financial sector as promoting its own growth building an international financial center strongly cemented on comparative advantage.

Keywords: economic development: economic growth: financial sector.

JEL Code: O16, E5

1. INTRODUÇÃO

Desde o legado de Adam Smith, a diferença entre o nível de riqueza das nações tem alcançado níveis incompreensíveis, especialmente entre os economistas dos séculos XVIII e XIX. A questão do desenvolvimento econômico, por tudo que envolve, permanece como uma das áreas da ciência econômica mais intrigante. Walter Bagehot já em 1873 enfatizava a importância do sistema bancário e do mercado de capitais como canalizadores de fundos para que os setores produtivos inovassem e desenvolvessem maior produtividade. A raiz de tal disparidade, como destaca Acemoglu (2012), é a experiência diferida de crescimento ao redor do mundo. Tal diferença de crescimento conduz a um enorme *gap* de renda *per capita* e padrão de vida que permanece até os dias de hoje. No entanto, esse *gap* pode ser fechado rapidamente como aconteceu com países como o Japão, Coréia do Sul, Cingapura e China. No entanto, as consequências de alterações percentuais na taxa de crescimento de uma nação podem afetar o bem-estar e o nível de vida dos cidadãos em uma ou mais gerações.

* Doutor em economia pela UCB e professor do Curso de Economia das Faculdades ALFA.
E-mail:marceloladvocat@gmail.com

** Docente nas Faculdades ALFA. E-mail: karinecferreira@gmail.com

Seguindo o trabalho basilar de King e Levine (1993), que deu início ao desenvolvimento das técnicas que estabeleceram questões críticas de endogenidade, diversos autores encontram consistentes evidências de que o desenvolvimento do setor financeiro (DSF) é, em geral, determinante para o crescimento econômico. Em um trabalho de revisão dessas teorias, Levine (2005) salientou que o desenvolvimento do sistema financeiro contribui com o crescimento econômico provendo informações sobre potenciais projetos, monitorando a implementação de investimentos, realçando gestão de riscos e diversificação, facilitando o comércio e agregando a poupança.

Diante desta temática, o presente artigo faz uma revisão da literatura empírica que trata dos impactos do DSF sobre o crescimento econômico com foco na evolução das diferentes abordagens. Esse trabalho sumariza as evidências de pesquisas que investigam a correlação condicional entre diversas *proxies* que medem o DSF e o crescimento econômico, considerando a temporalidade das teorias abordadas, afim de evitar distorções na análise desenvolvida.

A mais recente literatura sobre o crescimento endógeno tem destacado a capacidade de o setor financeiro impulsionar o crescimento econômico através de seu poder de mobilização da poupança, alocação eficiente de recursos, produção de informações de desempenho e monitoração de custos, diversificação de riscos e facilitador de transações comerciais de bens e serviços. Disso decorre uma maior e mais rápida acumulação de capital e, sobretudo um mais rápido progresso tecnológico¹.

No que se refere à estrutura do trabalho, este estudo divide-se em 13 seções, que discutem, com base na literatura científica, os principais conceitos ligados ao desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.

2. O ENTRETANTO DAS POLÍTICAS PÚBLICAS

A implicação das políticas públicas na questão das diferentes taxas de crescimento entre as nações estimula ainda mais as pesquisas no campo acadêmico gerando grande volume de pesquisas. Um aumento de 0,4 nas taxas de crescimento anuais do produto per capita, por exemplo, pode representar uma diferença de mais de 9% na taxa de crescimento em 2 décadas. Tais cifras podem ser suficientes para diferenciar economias emergentes e desenvolvidas².

By the problem of economic development, I mean simply the problem of accounting for the observed pattern, across countries and across time, in level and rates on growth of per capita income. This may seem too narrow a definition, and perhaps it is, but thinking about income patterns will necessarily involve us in thinking about many other aspects of societies too, so I would suggest that we withhold judgment on scope of this definition until we have a clearer idea of where it leads us (LUCAS 1998).

O grau de abertura da economia é considerado fator preponderante para o crescimento econômico, mas o mesmo está diretamente relacionado e em nível de alta

¹ Ver Greenwood e Jovanovic 1990; Levine 2005

² Wongswan et al (2013).

relevância³ à estabilidade macroeconômica – baixa inflação, independência do banco central e a lei de responsabilidade fiscal - bem como as devidas reformas estruturais.

Bittencourt (2011) afirma que a América Latina é reconhecida por apresentar uma tendência a taxas de crescimento erráticas, que combinam períodos de transição política e mau desempenho macroeconômico, principalmente pelas altas taxas de inflação, conforme pode ser observado na décadas de 1980 e metade de 1990 em países como a Argentina, Bolívia, Brasil e Peru.

Evidentemente, as diferenças estruturais de cada economia afetam de forma dinâmica e diferenciada os impactos que o DSF terá sobre seu crescimento econômico. Ainda, questões políticas podem definir a escolha dos mecanismos de decisão para políticas públicas⁴ e serem assim, fator determinante no impacto da correlação em questão.

Incertezas sobre o futuro das políticas públicas de forma geral interferem no próprio impacto que o DSF tem sobre a economia e por sua vez em questões inerentes a cada estrutura nacional:

- Escolha de mecanismos de tomada de decisão;
- Grupos de interesse, conflitos de interesse e o poder dos *lobbs* setoriais⁵;
- Custo de transações políticas;
- Taxação e controle do capital;
- Comprometimento e flexibilidade;
- Leis, instituições, regimes políticos e contratos sociais;
- Delegação e autoridade;
- Independência do Banco Central;
- Estrutura fiscal, parceiras público-privadas e corrupção;
- Credibilidade, ambiguidade e controle impreciso;
- Ciclos de períodos eleitorais e promessas de campanhas;
- Ideologias, soberania, estatizações e privatizações;
- Tamanho do governo e
- Equilíbrio fiscal.

São questões que sugerem um estudo específico, mas que pela complexidade e, na maioria das vezes, inconsistência, quando da não ausência total de dados, dificulta estudos empíricos mais rigorosos.

A literatura tem evoluído a abordagem de Schumpeter demonstrando que há evidências de que o DSF reforça a efetividade das políticas monetárias, ampliando as possibilidades de ajustes fiscais e permitindo ainda aumentar escolhas de regimes cambiais⁶.

3. RESSALVAS GERAIS

Trabalhos empíricos diversos têm buscado evidências sobre os impactos do DSF sobre o crescimento econômico. Novas abordagens surgem a cada dia com variações que vão desde os fundamentos econômicos até refinamentos nas técnicas

³ Bittencourt (2011) trabalha de forma sistemática estas relações. O autor pondera que o crescimento errático na América Latina da década de 80 advém de uma combinação de grande instabilidade nos aspectos políticos e econômicos.

⁴ Ver Drazen, 2002, pp. 64

⁵ Como ocorreu com a desregulamentação do setor financeiro estadunidense e que conduziu à crise dos *subprimes*;

⁶ Ver IMF, 2012

econométricas. Dessa forma, a literatura tem mostrado que algumas ressalvas devem ser feitas quando do estabelecimento das premissas de cada estudo:

1º. O impacto do DSF sobre o crescimento econômico varia conforme o nível de desenvolvimento da própria economia. Assim, quanto mais desenvolvida a economia, menor o impacto do DSF (PAPAIOANNOU 2013, p. 6). Em muitos casos, o impacto do DSF apresenta a forma de um "U" invertido, expressando uma perda gradativa de poder até se tornar inversamente negativa. Para Wongswan (2013) a contribuição positiva para o crescimento econômico se reduz à medida que aumenta o tamanho do setor financeiro, o que pode provocar um efeito de fuga do desenvolvimento financeiro sobre o crescimento econômico, predominantemente em economias emergentes.

2º. Muito embora, apenas a renda nacional não possa ser considerada um classificador por excelência, é importante sua identificação no agrupamento das diversas economias nacionais. A classificação do Banco Mundial, por exemplo, quando utilizada no trato dos dados, tem apresentado, em alguns trabalhos, resultados com melhor significância estatística⁷

3º. Períodos de instabilidade macroeconômica geram resultados aleatórios na capacidade do setor financeiro impactar o crescimento econômico. Conforme observa Cojocarú (2013), o crédito ao setor privado, apesar de afetar positivamente o nível de crescimento das economias em transição, pode não apresentar a mesma relação em períodos de inflação alta.

4. A CADEIA ALIMENTAR DO DSF: POUPANÇA-CRÉDITO X CRESCIMENTO

Ao verificar a literatura, fica claro que a relação entre DSF e crescimento econômico apresenta, de maneira geral, alguns pontos em comum -- a maioria dos autores trabalha as relações entre o binômio poupança-crédito e o crescimento econômico. Assim sendo, é importante destacar, uma cultura de poupança e sua efetiva e eficiente alocação está relacionada ao crédito. Na verdade, vários autores⁸ têm o crédito como a melhor *proxy* de DSF.

Na análise schumpeteriana, empréstimos ao setor privado promovem investimentos e crescimento da produtividade em uma proporção maior do que ocorreria com os mesmos recursos se estendidos ao setor público. Assim, o aumento do crédito pode ser interpretado como um sinal de mais serviços financeiros e, portanto, um incremento na intermediação financeira⁹. Da mesma forma, o crédito doméstico e outros agregados monetários podem ser considerados como os melhores sinalizadores de crises. Crises bancárias usualmente levam a recessões e quedas no produto. Assim, uma expansão no crédito doméstico¹⁰ pode ser associada com um posterior arrefecimento do crescimento¹¹. Alguns trabalhos encontram resultados diferentes do

⁷ Samargandi et al 2013, p. 3

⁸ Veja: Demetriades e Hussein (1996); King e Levine (1993); Beck et al. (2000); Favara (2003) e Arcand et al. (2012) -

⁹ Gregorio e Guidotti (1995) argumentam que o crédito representa de forma mais precisa a quantidade de fundos direcionados ao setor privado

¹⁰ Xu (2000), em seu trabalho com 41 países no período compreendido entre 1960 e 1993, utiliza uma abordagem com um vetor multivariado auto regressivo para examinar os efeitos do permanente DSF no investimento doméstico. O autor encontrou evidências de que o DSF é importante para o crescimento econômico e que o principal canal para que isso ocorra é o investimento interno.

¹¹ Os trabalhos de Kaminsky e Reinhart (1999) demonstram que o crédito doméstico tem poder de combater a recessão.

esperado, concluindo que o crédito doméstico desencoraja o investimento e a poupança¹².

Ainda segundo a visão de Schumpeter, ao se idealizar o modelo de bancos de desenvolvimento, vislumbrou-se que a concessão de crédito ao empresário proporciona a criação de capacidade produtiva adicional pelo sistema econômico, o que implica na transformação de capital líquido em bens de capital. Sendo assim, a captação de recursos financeiros estimula os investimentos na economia, o que dinamiza o crescimento econômico.

5. CUSTOS DE TRANSAÇÕES

Muito embora não sejam as finanças um insumo direto nas engrenagens do crescimento, o sistema financeiro tem papel importante na economia ao diminuir a fricção e reduzir o custo das transações de investimentos.

The costs of systemic banking distress can be substantial,..., reaching over 50 percent of GDP in some cases in fiscal costs and over 100 percent in output loss (LAEVEN e VALENCIA apud BECK – 2012, p. 3).

Custos esses que estão associados à produção de informações, estabelecimento de contratos e custos de transações financeiras, conforme observado em Wonswan et al. (2013). Com as informações imperfeitas e assimétricas, os intermediários financeiros facilitam as operações, fornecendo informações sobre investimentos e contratos, o que facilita a troca de bens e serviços.

A mobilização das poupanças é um processo oneroso e os sistemas financeiros reduzem os custos associados das transações coletando poupanças de diferentes agentes econômicos, gerando com isso um ambiente no qual os poupadores abrem mão do controle de suas economias. Nesse processo, os sistemas financeiros executam o importante papel de transformar investimentos sem liquidez em investimentos com maior liquidez e, em alguns casos, transformando investimentos com prazo de maturidade mais longos em investimentos com prazo de maturidade mais curto.

Tudo Isso ocorre em um modelo de economia de escala e pode afetar profundamente o crescimento econômico pela transformação de poupança disponível em acumulação de capital, uma vez que os poupadores individuais podem incorrer no custo associado ao monitoramento da aplicação financeira. Os mercados financeiros têm capacidade para melhor alinhar incentivos marginais aos proprietários do capital. Dessa forma, a maior habilidade dos acionistas e credores em monitorar efetivamente os recursos alocados nas firmas, pode aumentar a eficiência dos recursos e levar os poupadores a uma maior disposição a financiar a produção e a inovação.

Segundo Wongswan et al. (2013), os sistemas financeiros diversificam e compartilham os riscos, auxiliando no processo de gestão destes e indicando melhores decisões de investimento, inclusive com a contratação de seguros para mitigá-los. Além disso, a alocação correta de recursos para projetos rentáveis e com boa governança promove inovações tecnológicas e eficiência produtiva, que podem elevar o nível de crescimento econômico e bem-estar, bem como reduzir a pobreza devido ao acesso ao crédito que alivia restrições de liquidez.

Sobre o ponto de vista econômico, o crescimento do setor financeiro tem sido atribuído às questões de transações e custos de operação. Dessa forma, os intermediários financeiros desempenham importante papel para a redução desses custos que afetam a tomada de decisão de poupar e investir. É esperado assim, que o setor financeiro

¹² Ver: Hassan, Sanchez e Yu (2011) e Levine (1997)

contribua de forma expressiva na melhor alocação dos recursos superavitários em segmentos que dele necessitem, criando condições para alimentar o crescimento econômico.

6. ALGUMAS ESPECIFICIDADES DOS MODELOS GERAIS

Ao longo das últimas décadas, a literatura têm evidenciado uma grande evolução no estudo dos impactos do DSF sobre o crescimento econômico, como resultado dessa evolução podemos destacar a seleção das variáveis utilizadas, a operacionalização dos períodos cobertos e a metodologia de agrupamentos de países, entre outros.

Entretanto, algumas especificidades se fazem notar nesse mesmo evoluir. Em primeiro lugar podemos destacar a questão da força do impacto do DSF ao longo do tempo. O conceito da forma de U invertido¹³ evidencia a não linearidade da relação entre o DSF e o crescimento econômico uma vez que essa relação se torna mais fraca conforme o setor financeiro se desenvolve. Quando consideradas relações não lineares entre DSF e crescimento econômico encontra-se a forma de U invertida no longo prazo, mas no curto prazo o impacto é insignificante. Tais evidências sugerem que a renda dos países encontra um determinado ponto em que o desenvolvimento financeiro não mais contribui para o crescimento. Portanto, o DSF e o crescimento além de não serem linearmente relacionados, são não monotonicamente ligados entre si¹⁴. Assim, o impacto do DSF sobre o crescimento econômico varia de país para país dada a natureza heterogênea das suas respectivas estruturas econômicas, qualidade institucional etc.¹⁵.

O nível de DSF tem capacidade para impactar positivamente o crescimento econômico somente até um determinado ponto, a partir do qual ele começa a emperrar o crescimento¹⁶. Em um ambiente de acirrada disputa por recursos escassos, excesso de recursos financeiros não exerce necessariamente apenas efeitos positivos para o crescimento econômico. Nesse caso, fica explícito o excesso de liquidez. Um setor financeiro fortemente desenvolvido deve estimular o crescimento econômico no curto prazo, mas com o tempo acaba por revelar o custo da alta volatilidade, especialmente em países desenvolvidos¹⁷. Em um relacionamento de longo prazo, intermediários financeiros e o produto do crescimento podem coexistir com um efeito negativo de curto prazo da fragilidade financeira¹⁸. Dessa forma, a conclusão dos diversos trabalhos é a de que a forma de "U" invertido é caracterizada pela evolução positiva nas primeiras etapas do crescimento e negativa nas seguintes. Em segundo lugar, o entendimento do processo de avaliação de negócios que, segundo Greenwood (2012), ocorre em duas fases principais. Na primeira fase, os intermediários buscam levantar o máximo de informações disponíveis sobre o investimento pretendido e executam análises minuciosas sobre as mesmas. Tudo isso antes de investir no negócio. Baseados nas conclusões de suas análises, determinam se farão o investimento dos recursos ou não. Caso decidam pela aplicação dos recursos, precisam decidir quanto investir, e em que

¹³ Lind e Mehlum (2010) testam um termo quadrático em seu modelo para verificar a não linearidade da relação entre o DSF e o crescimento econômico

¹⁴ Samargandi, Fidrmuc e Ghosh (2013), em seu trabalho utilizando dados em um painel heterogêneo dinâmico não encontram evidências de impactos linearmente positivos considerando o longo prazo.

¹⁵ Ver conforme demonstrado por Arcand et al. (2001). Destacam ainda que, concordando como Lind e Mehlum (2007), realizaram o teste-U para obter condições suficientes para a existência de uma relação de U invertida.

¹⁶ O estudo envolve países emergentes e desenvolvidos.

¹⁷ Beck (2012) elabora análise detalhada desse aspecto – volatilidade.

¹⁸ Ver: Loayza e Ranciere (2005).

termos o farão. Na segunda fase, para garantir que os interesses dos poupadores estejam garantidos, os intermediários fazem a monitorização das firmas nas quais foram feitos os investimentos.

Dessa maneira, podemos dizer que o aumento da eficiência de intermediação financeira através do aumento da qualidade da produção de informações, caminha na mesma direção que a redução dos *spreads* entre as taxas internas de retornos de investimentos das firmas e as taxas de retornos recebidas pelos poupadores. Pode-se compreender com isso que os *spreads* entre esses retornos refletem os custos de intermediação. Nesse modelo de operação, os intermediários financeiros determinam quanto trabalho dedicar ao monitoramento do empréstimo. Assim, a capacidade de detectar o risco está diretamente relacionada com o quanto de tempo e recursos dedicar ao monitoramento. Mas, também dependem do grau de tecnologia disponibilizada ao setor financeiro. Tendo em vista que cada firma dispõe de retornos distintos, existe uma grande variedade de arranjos possíveis para a relação risco-retorno, o que ocorre pelo escala dos retornos decrescente da atividade de monitoramento. Estas questões estabelecem alguns dos fundamentos da teoria do tamanho das firmas do setor financeiro.

7. CAUSA E EFEITO

Muitos trabalhos centraram sua atenção no estudo de causa e efeito, alguns estudiosos defendem que o desenvolvimento do sistema financeiro está fortemente relacionado ao crescimento econômico e não o contrário. Robinson (1952), por exemplo, sugere: “Onde o empreendimento lidera, as finanças seguem” (p. 62). Posteriormente, Lewis (1955) argumenta que a relação entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento econômico ocorre nas duas direções.

Na verdade, economistas de uma maneira geral têm diferentes pontos de vista sobre a abordagem do sistema financeiro como componente alavancador do crescimento econômico. Mas, para Miller (1998), a contribuição do sistema financeiro para o crescimento econômico é tão óbvia que nem merece discussão.

8. MODELOS DE ANÁLISE EMPÍRICA

A vasta literatura sobre influência do setor financeiro sobre o crescimento econômico explora os mais diversos aspectos envolvendo o tema. Mas de maneira geral, seus impactos estão diretamente relacionados com o setor no qual os recursos são aplicados. No que diz respeito ao crescimento econômico e às desigualdades de renda, por exemplo, o crédito empresarial tem efeito distinto do crédito pessoal. O crédito empresarial incrementa o crescimento econômico e reduz as desigualdades, enquanto o crédito pessoal não tem esse efeito. Na verdade, o crédito pessoal está negativamente associado com o consumo excessivo, o que não ocorre com o crédito empresarial. Wongswan (2013) questiona se o crédito pessoal não seria o fator de alteração do impacto do DSF no crescimento ao longo do tempo.

Nessa mesma linha, canais que favoreçam a formação bruta de capital são particularmente importantes para países subdesenvolvidos e economias emergentes, enquanto a produtividade é mais relevante para países desenvolvidos¹⁹.

¹⁹ Ver Papaioannou (2013) para mais detalhes.

A análise schumpeteriana é baseada na ideia de que o crédito²⁰ nas mãos de empreendedores resulta em crescimento e prosperidade. Isso decorre não só da transferência de poder de compra, mas na própria criação desse poder e de suas características desenvolvidoras, aumentando a PPP como um todo na economia. Em países desenvolvidos o setor financeiro tem efeitos positivos mais fortes no aumento da produtividade do que em países em desenvolvimento, pois nesses últimos, o efeito das finanças ocorre primariamente através da acumulação de capital²¹.

Os diversos modelos presentes na literatura, na última década, variam muito mais nas técnicas econométricas utilizadas do que basicamente na escolha das variáveis. Evidentemente, algumas economias apresentam dados de consistência duvidosa e nesses casos a substituição de variáveis de significância estatística mais forte por outras proxies, podem apresentar resultados diferentes do esperado. Dessa forma podemos constatar que, embora as conclusões sejam semelhantes, ou seja, comprovem a relação positiva entre o DSF e o crescimento econômico, a dinâmica interna específica de cada economia, e, por conseguinte, do grupo de países analisados, aliada às diferentes técnicas analisadas nos conduzem a um campo de pesquisa no qual ainda há muito por ser desvendado.

A seguir discorreremos sobre algumas questões destacadas nos diversos trabalhos estudados.

9. TEMPORALIDADE DAS SÉRIES

Quando são considerados períodos de maior instabilidade econômica, o uso de dados anuais facilita para que o modelo seja mais preciso em identificar os efeitos do DSF no crescimento econômico. Elevadas taxas de alta inflação, por exemplo, exercem forte restrição ao crescimento²². Assim como destaca Bruno e Easterly (1998), o efeito negativo da inflação na leitura do crescimento, é neutralizado ao utilizarmos dados anualizados ao invés de dados anuais. As médias escondem a relação dinâmica entre a intermediação financeira e a atividade econômica²³.

A eficiência do setor é potencialmente importante para o desempenho de longo prazo em países em desenvolvimento, pois para que os países atinjam crescimento econômico sustentável, o DSF deve ser considerado como estratégia principal²⁴. Porém, como ficou evidenciado na crise de 2008; com aceitação de padrões internacionais de práticas normalmente aceitáveis e; fortalecimento da regulamentação, supervisão e treinamento de gestores de órgãos reguladores.

Alguns autores apresentam resultados com especificações distintas e as evidenciam, quando comparados estudos de curto e longo prazo, como Samargandi et al. (2013), que mostra que o DSF no longo prazo não tem impacto linear positivo no

²⁰ Schumpeter (1912) definiu crédito como a criação de poder de compra para o empreendedor. Mas não apenas a transferência do poder de compra já existente, mas também a criação desse poder com suas características intrínsecas.

²¹ Rioja e Valev (2004) investigaram os canais pelos quais o sistema financeiro afeta o crescimento econômico de 74 nações no período de 1961-1995.

²² Bittencourt (2011) faz extensa verificação dos impactos de períodos de instabilidade econômica ao analisar dados históricos de quatro países latino americanos no período de 1980 a 2007.

²³ Para mais detalhes ver Beck e Levine (2004); Loayza e Rancière (2006); Ben Salem e Trabelsi (2012), estes últimos Os autores relatam a existência de desequilíbrios macroeconômicos fraco desenvolvimento institucional e fraqueza do setor privado nas regiões meridional e oriental do Mediterrâneo. Nesse estudo sugerem a existência de uma relação de longo prazo entre o DSF e o crescimento econômico.

²⁴ Saqib (2013), em seu trabalho faz forte defesa da regulação do setor financeiro.

crescimento econômico das economias analisadas, concluindo com isso haver diferença segundo o período – logo ou curto prazo.

Entretanto, um sistema financeiro reprimido resulta em um sistema funcionalmente pobre que por sua vez acaba por oprimir o próprio crescimento da economia. Isso pode ocorrer através da excessiva interferência do governo no sistema financeiro com medidas como o estabelecimento de um teto para a taxa de juros, exigência de altas taxa de depósitos compulsórios e programas de crédito dirigido a determinados setores da economia²⁵. Nesse momento, passamos a questão das escolhas públicas: regulação e menor velocidade ou desregulação e maior risco. Qual o ponto ideal da curva?

10. AGRUPAMENTO DE PAÍSES

Em economias em transição, o crescimento econômico se dá em circunstâncias específicas²⁶. As altas taxas de juros, típicas de economias em transição, exercem um efeito negativo sobre o crescimento de tal forma que, o montante de crédito bancário não consegue obter o efeito positivo esperado. Nesses países, o crédito ao setor privado, por sua vez, guarda relação positiva com o crescimento da economia²⁷. Entretanto, tal relação desaparece durante períodos de hiperinflação em que altas taxas de juros e grande concentração do setor bancário travam o crescimento econômico. Ainda, o maior impacto do DSF sobre o crescimento ocorre muito mais através do favorecimento do aumento da produtividade e alocação de recursos do que através da simples acumulação de capital²⁸. Um setor industrial, com maior dependência das finanças internacionais, por exemplo, cresce relativamente mais em países com um setor financeiro doméstico mais desenvolvido²⁹. É claro que um sistema financeiro mais sofisticado tem da mesma forma, o poder de potencializar, a partir de determinado ponto, a própria volatilidade e consequente derretimento do mercado.

Deidda e Fattouch (2002) argumentam em seu trabalho que o nível de DSF pode afetar de forma diversa países com diferentes graus de desenvolvimento. Seus resultados os levam a deduzir que em países com baixa renda, a relação entre o DSF e o crescimento econômico é estatisticamente insignificante. Entretanto, em países com alta renda essa relação é expressivamente mais forte.

11. VARIÁVEIS

Ao analisarmos a literatura, podemos observar um consenso na escolha das variáveis utilizadas nos estudos empíricos sobre os impactos do desenvolvimento do setor financeiro sobre o crescimento econômico. Discorreremos a seguir de forma breve sobre as principais variáveis utilizadas.

²⁵ Ghimire e Giorgioni (2013) incluem variáveis em seu modelo de análise que capturam tanto o desenvolvimento dos bancos quanto dos mercados de ações. Incluem ainda, uma larga coleção de *proxies* para medir essas variáveis. Como resultado, e concordando com Hassan, Sanchez e Yu (2011), discordando, porém de Leitão (2010), concluíram pela evidência de um efeito negativo do crédito sobre o crescimento econômico no curto prazo e dados anuais.

²⁶ Cojocarú (2013) e Samargandí et al. (2013), sugerem que países com renda média sofrem influência positiva até determinado ponto após o qual o DSF deixa de contribuir para o seu crescimento.

²⁷ Cojocarú et al. (2013).

²⁸ Essa é a conclusão final de Beck, Levine e Loayza (2010).

²⁹ Para estudos mais detalhados ver Rajan e Zingales, 1998).

11.1 Tamanho do Governo

O tamanho do governo captura o fato de que o governo tem tendência a aumentar o consumo durante períodos de transição política³⁰. O tamanho do governo é na maioria das vezes expresso pelas despesas do governo sobre o produto. Alguns estudos utilizam as receitas, mas é uma opção menos utilizada.

A Participação do governo no produto real, a qual é uma *proxy* para tamanho de governo e captura o fato de que Governo tende a incrementar o consumo durante períodos de transição política. A teoria neoclássica já evidenciou que uma participação excessiva do governo na economia pode se desdobrar em aumento da carga tributária o que leva o setor privado a reduzir investimentos³¹. A principal vantagem dessa medida é a de que os bancos comerciais são mais eficientes no uso de seus fundos do que os bancos centrais ao canalizar a poupança para agentes econômicos superavitários em oportunidades mais rentáveis de investimentos³².

11.2 Crédito

O crédito é por definição o veículo da transferência de recursos dentro da economia. Favara (2003) encontra evidências de forte relação entre o crédito doméstico bancário e o de outras instituições, como percentual do produto, e o crescimento econômico após o controle dos efeitos inflacionários. Em seu modelo, o autor considera o consumo do governo/produto, produto inicial per capita, investimento doméstico/produto, média de anos na escola da população acima de 15 anos, coeficiente de abertura comercial/produto. A amostra consiste de 85 países para o período de 1960-1998. Ao considerar dados anuais, o efeito do crédito doméstico como percentual do produto é negativo quando o investimento real doméstico, como percentual per capita do produto é incluído na análise. Alguns trabalhos, entretanto, revelam correlação negativa entre crédito interno e crescimento econômico³³.

11.3 Inflação

Segundo diversos trabalhos empíricos, a inflação desencoraja o crescimento e interfere fortemente na capacidade de planejamento dos agentes financeiros³⁴. Em Rosseau e Wachtel (2002), encontramos a condição de que com taxas de inflação menores do que 5-6 por cento obtém-se efeitos bem mais amplos.

11.4 Financeiras

³⁰ Ver Bittencourt (2011).

³¹ Barro (1991) e Loayza (2006). Ang e McKibbin (2007), Campos e Kinoshita (2008), para esses autores essa variável tem a capacidade de expressar a relativa importância de um tipo específico de instituição financeira, os bancos comerciais.

³² Para Gillman e Kejak (2005) e Fountas, Karanasos e Kim (2006), os gastos do governo têm impacto negativo no crescimento econômico.

³³ Ver Hassan, Sanchez e Yu (2011).

³⁴ Para estudos mais aprofundados ver: Grossman e Helpman (1991); Rebelo (1991); Leitão (2010) e Hassan, Sanchez e Yu, (2011).

A relação entre o DSF e o crescimento econômico é rompida quando o modelo utiliza dados anuais e nos períodos analisados há surtos de crédito. Tal fato pode estar relacionado como um indicador de crise bancária e possível queda de crescimento econômico³⁵.

11.5 M2

M2 é uma expressão largamente aceita na literatura para medir o tamanho do mercado financeiro e tem sido extensivamente utilizada quase que na totalidade dos trabalhos. Nesses trabalhos os autores comparam o tamanho do setor financeiro, expresso pelo M2, ao crescimento econômico, medido pelo produto *per capita*³⁶.

11.6 Crédito Externo

Os recursos financeiros externos podem ser positivamente associados com empreendedorismo e uma maior entrada de novas firmas além de maior dinamismo e inovação. O crédito externo possibilita que as firmas explorem melhores oportunidades de negócios e atinjam equilíbrio em maiores níveis favorecendo incorporações e fusões. "[...] the impact of financial sector deepening on firm performance and growth is stronger for small and medium-sized than for large enterprises. (Beck, 2012).

11.7 Grau de Abertura

Finalmente, o grau de abertura da economia. Da mesma forma como a dinâmica interna afeta o DSF, assim também ocorre com o grau de abertura da economia, pois a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico é baseada em fundamentos microeconômicos e em modelos endógenos de crescimento. A literatura apresenta diversas evidências de relação positiva entre o grau de abertura da economia e o crescimento econômico³⁷. Entretanto, Lai, Peng e Bao (2006) e Onaran e Stockhammer (2008) apontam sinal negativo entre comércio internacional e crescimento econômico.

12. O PERIGO DA CONTAMINAÇÃO EXTERNA

Ao mesmo tempo que o nível de abertura da economia pode ser considerado componente importante do DSF, o mesmo tem sido responsabilizado como gatilho de situações de desequilíbrio, exacerbando quedas extraordinárias de mercados inteiros durante crises econômicas e financeiras como a bolha japonesa dos anos 80, a crise do México e a crise asiática dos anos 90, a crise das *ponto.com* do início deste século ou ainda a crise do *subprime*. O setor financeiro pode assim tornar a economia como um todo, suscetível a choques, deixando-a mais frágil e com maior probabilidade de contaminação a crises internacionais.

Para Diamond e Dybvig (1983, apud WONGSWAN et al. 2013), o custo das crises financeiras pode ser substancial ao se considerar tanto perdas produtivas quanto o aspecto fiscal, podendo ser agravado em economias alavancadas. Então, ao mesmo

³⁵ Para uma análise mais aprofundada ver Beck e Levine (2004).

³⁶ Ver: Leitão (2013), que em seu estudo sobre os impactos do DSF sobre o crescimento econômico nos países europeus no período 1990 – 2009 encontra sinais positivos quando confronta o tamanho do setor financeiro ao crescimento econômico.

³⁷ Ver: Grossman e Helpman (1991).

tempo em que o setor financeiro busca uma alocação eficiente dos recursos, pode ocasionar a formação de bolhas decorrentes do aumento exacerbado dos preços dos ativos baseado em expectativas.

13. CONCLUSÃO

Podemos entender como conclusão da revisão dos trabalhos acima discutidos que o desenvolvimento do mercado financeiro tem efeito positivo no crescimento econômico. Alguns trabalhos evidenciam que isso ocorre especialmente em países de renda média baixa para renda média alta e que perde significância em países de renda alta. E ainda, que a para o crescimento da economia a contribuição dos bancos é maior do que o do mercado de capitais. O impacto DSF no crescimento não tem se apresentado tão forte nos trabalhos recentes, como foi nos painéis pioneiros. Novas tecnologias, a própria evolução do entendimento empírico do tema, além do desenvolvimento econômico mundial como um todo tem propiciado resultados menos contundentes que os anteriores. Sabe-se hoje que o crescimento excessivamente rápido do crédito pode conduzir a economia a crises financeiras. Contudo, assim que a crise é superada a correlação entre o setor financeiro e o crescimento é reestabelecido³⁸.

A teoria que nasceu com Schumpeter de que o desenvolvimento do sistema financeiro desempenha importante papel no crescimento econômico, uma vez que propicia a melhor alocação de recursos através da aplicação desses recursos em inovação e produtividade, passou a ser verificada empiricamente por um número cada vez maior de trabalhos. Inicialmente esses estudos se concentraram na verificação da relação entre o DSF e o crescimento econômico. Tais modelos testados diferiam na maioria das vezes tão somente nas variáveis utilizadas como *proxies* de crescimento econômico e respectivas variáveis controle. Posteriormente, tendo em vista que os resultados apresentavam alguma inconsistência quando comparadas economias com diferentes níveis de desenvolvimento, os trabalhos começaram a comparar economias no mesmo nível de desenvolvimento, aumentando o grau de significância dos referidos modelos. Em seguida, a teoria passa a apresenta fortes evidências, de que o DSF tem seu impacto sobre o crescimento em forma de "U" invertido e que isso é devido ao grau de desenvolvimento da economia ao longo do período estudado E ainda, que países que passaram por crises de grande instabilidade macroeconômica, como hiperinflação, têm seus impactos anulados durante esse período.

Finalmente, e já sob a constatação das consequências da desregulamentação do setor financeiro na crise de 2008, começam a proliferar estudos no sentido de explicitar a capacidade de ao mesmo tempo em que alavanca o crescimento aumenta o grau de exposição ao risco e consequente fragilidade³⁹.

Dessa forma, os trabalhos mais recentes têm se dividido em dois grandes grupos com abordagens específicas. No primeiro grupo, prevalecem os estudos que relacionam o DSF como mobilizador de fundos para o investimento contribuindo para uma maior eficiência alocativa de capital. No segundo grupo, residem trabalhos que tratam o setor financeiro como um setor com crescimento próprio, essa abordagem, como destaca Beck (2012), vê o setor mais ou menos como um setor exportador, que busca construir um centro financeiro embasado fortemente em vantagens comparativas, políticas regulatórias favoráveis e subsídios.

³⁸ Rousseau e Wachtel (2011) desenvolvem a abordagem de externalidade da concessão de crédito doméstico excessivo.

³⁹ Ver Carletti, 2008.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acemoglu, Daron (2012). "Introduction to economic Growth". *Journal of economic Theory*. Vol 147, pp 545-550.
- Ang, J. B. McKibbin, W. J. (2007). Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia. *Journal of Development Economics*. Nº 84, pp. 215-233.
- Arcand, J., Berkes, E., Panizza, U. (2012). Too Much Finance? *International Monetary Fund. Research Department*.
- Barro, R. J., (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. Homepage of National Bureau of Economic Research.
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Finance and the Sources of Growth: Panel Evidence, *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 261-300.
- Beck, T. Levine R. (2004). Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence. *Journal of Banking and Finance*, Nº. 28, pp. 423-442.
- Beck, T. Hans D. e Christiane K., (2012) Is more finance better? Disentangling Intermediation and Size Effects of Financial Systems, European Banking Center Discussion Paper No. 2012-016.
- Beck, Thorsten. (2012) "Finance and growth—lessons from the literature and the recent crisis." *Submission to the LSE Growth Commission, available at <http://tinyurl.com/d79hz9z>.*
- Beck, T. Berrak, B., Felix R. e Neven V., (2009) Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. Firm Lending across Countries, European Banking Center Discussion Paper Nº. 2009-12.
- Beck, T. (2012) The Role of Finance in Economic Development – Benefits, Risks, and Politics, in: Dennis Müller (Ed.): *Oxford Handbook of Capitalism*.
- Ben Salem, J.B. and M. Trabelsi, (2012). "More on finance and growth in the MENA region: more growth, more finance", *Middle Eastern Finance and Economics*, Vol. 17, pp. 113-124.
- Bittencourt, M., (2011). Financial Development and Economic Growth in Latin America: Is Schumpeter Right? *Journal of Policy Modeling*. Vol. 34, nº 3, pp. 341-355.
- Bruno, M. e Easterly, W. (1998). Inflation Crises and Long-Run Growth. *Journal of Monetary Economics*. nº 41, pp. 3-26.
- Campos, N. F. Kinoshita, Y. (2010) Structural Reforms, Financial Liberalization, and Foreign Direct Investment. *IMF Staff Papers*, Nº 57, pp. 326-365.
- Cojocar, Laura, Saul D. Hoffman, e Jeffrey B. Miller. (2013) "Financial Development and Economic Growth in Transition Economies: New Empirical Evidence from the CEE and CIS Countries."
- De Gregorio, J., Guidotti, P. E., (1995). Financial Development and Economic Growth. *World Development*, Vol. 23. Nº 3, pp. 433-438.
- Deidda, L. Fattouh, B., (2002) Non-linearity between finance and Growth. *Economics Letters*, Nº. 74, pp. 339-345.

Demetriades, P. Hussein, K. A., (1996). Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries. *Journal of Development Economics*, N° 51. pp. 387-412.

Drazen, Allah. (2002). *Political economy in Macroeconomics*. Princeton University Press, New Jersey.

International Monetary Fund, (2012). *Enhancing Financial Sector Surveillance in Low-Income Countries – Financial Deepening and Macro-Stability*. Board Paper.

Favara, G. (2003). An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth. *International Monetary Fund Working Paper Series*, WP/03/123, pp. 1-46.

Fountas, S., Karanasos, M., & Kim, J. (2006). Inflation Uncertainty, Output Growth Uncertainty and Macroeconomic Performance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 68(3), pp. 319-334.

Ghimire, Binam. Giorgioni, Gianluigi. (2013). Puzzles in the Relationship between Financial Development and Economic Growth. *Journal of Applied Finance & Banking*, vol. 3, n° 5, pp. 199-222.

Gillman, M., & Kejak, M. (2005). Inflation and Balanced-Path Growth with Alternative Payment Mechanisms. *Economic Journal*, 115(500), pp. 247-270.

Grossman, G., Helpman, E. (1991). Quality Ladders in the Theory of growth. *Review of Economics Studies*, N° 58, pp. 43-61.

Greenwood, Jeremy, e Boyan Jovanovic (1989) *Financial development, growth, and the distribution of income*. No. w3189. National Bureau of Economic Research.

Hassan, M. Sanchez, K., & Yu, S. J. (2011). Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 51, pp. 88-104.

Kaminsky, G. L., e Carment M. Reinhart, (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *American Economic Review* 89, pp.473–500.

King. R. G., Levine, R., (1993). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, N° 3, pp. 513-542.

King. R. G., Levine, R., (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, N° 3, pp. 717-737.

Lai, M., Peng, S., & Bao, Q. (2006). Technology Spillovers, Absorptive Capacity and Economic Growth. *China Economic Review*, 17(3), pp. 300-320.

Leitão, N. C. (2010). Financial development and economic growth: A panel data approach. *Theoretical and Applied Economics*, XVII 5(511), pp. 15-24.

Leitão, N. C. (2013). Financial Management and economic Growth: The European Countries Experience *Seria Management*. ISSN 1454-0320. 15:2 (2013) pp. 261-268.

Lewis, A. (1955). *The Theory of Economic Growth*. London: Allen and Unwin.

Levine, R., N. Loayza, et al. (2000). "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46: pp. 31-77.

- Levine, R. (2005). "Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms", in P. Aghion and S. Durlauf (eds), *The Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: North-Holland.
- Levine, R. (2003). "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?" Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 85(4).
- Lind J.T. and Mehlum H. (2010). With Or Without U?The Appropriate Test for a U-Shaped Relationship. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), pp. 109-118.b.
- Loayza, N. e Romain Ranciere, (2005), Financial Development, Financial Fragility, and Growth, IMF Working Paper N°. WP/05/170.
- Loyaza, N. Ranci re, R. (2006). Financial Development, Financial Fragility and Growth. *Journal of Money Credit and Banking*, N°. 38, pp. 1051-1076.
- Lucas, R. (1988). "On the Mechanics of Economic Development." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22(1): pp. 3-42.
- Miller, M. (1998). "Financial Markets and Economic Growth." *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11(3): pp. 8-14.
- Onaran, O., & Stockhammer, E. (2008). The Effect of FDI and Foreign Trade on Wages in the Central and Eastern European Countries in the Posttransition Era: A Sectoral Analysis for the Manufacturing Industry. *Structural Change and Economic Dynamics*, 19(1), pp. 66-80.
- Padovano, F., & Galli, E. (2002). Comparing the growth effects of marginal vs. average tax rates and progressivity. *Europ ische Zeitschrift f r politische  konomie*, 18(3), pp. 529-544.
- Papaioannou, Elias (2007). "Finance and Growth – A Macroeconomic Assessment of the Evidence from a European Angle". European Central Bank, Working Paper Series, N° 787/July
- Rajan, R. G., e Luigi Zingales, (1998). Financial dependence and growth, *American Economic Review* 88, 559–586.
- Rajan, R. G., (2005). Has financial development made the world riskier?, NBER Working Paper No. 11728.
- Rebelo, S. T. (1991). Long-run policy analysis and long-run growth. *Journal of Political Economy*, 99, pp. 500-521.
- Rioja, F. Valev, N. (2004). Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development, *Economic Enquiry*, Vol. 42, N° 1, pp.127-140.
- Robinson, J. (1952). The Generalisation of the General Theory. In *The Rate of Interest and Other Essays*. London: McMillan.
- Rousseau, P. e P. Wachtel. (2002). "Inflation Thresholds and the Finance-Growth Nexus." *Journal of International Money and Finance*, Vol. 6: pp. 777-793.
- Rousseau, Peter L., e Paul Wachtel, (2011). What is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth, *Economic Inquiry* 49, pp. 276–288.
- Samargandi, N. Fidrmuc, J. Ghosh, S. (2013). Is the Relationship Between Financial Development and Economic Growth monotonic for Middle Income Countries? *Economics and Finance Working Papers Series* N°. pp. 13 -21. July.

Saqib, Najia. (2013). Impact of Development and Efficiency of Financial Sector on Economic Growth: Empirical Evidence from Developing Countries. *Journal of Knowledge Management, Economics and Information Technology*. Vol. III, N° 3.

Schumpeter, J. (1912). *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Wongswan, Jon. Luengnaruemitchai, Pipat. Boonthaveepat, Watcharida. (2013) "Financial Development and Long-term Economic Growth" Bank of Thailand Symposium 2013, September 19-20, 2013.

Xu, Z. (2000). Financial Development, Investment and Economic Growth. *Economic Equire*, Vol. 38, pp. 33-44.