

DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Tharcisio Bierrenbach de Souza Santos*

* Doutor em Ciências – História Econômica, Professor Titular, Doutor da Faculdade de Administração e da Faculdade de Economia da Fundação Armando Álvares Penteado, Diretor da Faculdade de Administração da FAAP, Diretor do FAAP-MBA. Publicado na Revista Estratégica, junho de 2010.

RESUMO

O trabalho apresenta a visão de diferentes autores sobre as relações causais entre o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais e o crescimento econômico, mostrando a evolução dessa análise desde a formulação inicial de Joseph A. Schumpeter em 1911 até os dias atuais, tanto no exterior como no Brasil.

Palavras-chave: desenvolvimento financeiro, crescimento econômico, regulação, estrutura legal, governança.

ABSTRACT

The paper presents the evolution of the ideas concerning to the relations between financial development and economic growth since the initial proposition of Joseph A. Schumpeter in 1911 until nowadays. The opinions of foreign economists and financial experts are compared to the essays presented in Brazil about the subject.

Key-words: financial development, economic growth, regulation, legal structure, corporate governance.

A análise dos fenômenos causais que guardam relação com o desenvolvimento econômico é relativamente recente, tanto na literatura estrangeira, como no Brasil. Na segunda metade dos anos 80 surgiram estudos sobre o crescimento econômico, procurando analisar as implicações decorrentes de ações sobre os investimentos de infra-estrutura nas políticas de distribuição de renda e fiscal.

Com relação à contribuição do sistema financeiro para o crescimento econômico, os estudos que procuraram abordar esta questão surgiram na literatura especializada estrangeira desde a formulação inicial de Schumpeter (2004) em 1911. Nos anos 50, desde a posição exposta por Joan Robinson (1982), poucos autores trataram do assunto. As principais contribuições foram as de Solow (1956) e de Modigliani e Miller (1958). O assunto foi tratado ao final dos anos 60 por Cameron(1967), Goldsmith (1969) e Hicks(1969), sendo retomado no início da década seguinte por McKinnon(1973) e Shaw(1973) . Estudos mais detalhados foram apresentados por Romer (1986) e por Lucas (1988). A partir do trabalho de Lucas, mais autores passaram a preocupar-se com o assunto, sendo importante destacar as contribuições de Greenwood e Jovanovic (1990), Grossman e Helpman(1991), King e Levine (1992; 1993a; 1993b), Pagano (1993), Dermirgüç-Kunt e Maksimovic (1996), Jayaratne e Strahan (1996), La Porta, Lopez-De-Silanes, Schleifer e Vishny (1997), Levine (1997), Arestis e Demetriades (1998), Levine e Zervos (1997), Raghuram e Zingales (1998), Darrat (1999) e, finalmente, Khan e Senhadji (2000).

Como se pode notar, as contribuições dos autores estrangeiros ao assunto se intensificaram a partir da segunda metade dos anos 80. Isso se deve à falta de adequação dos modelos neoclássicos às questões do desenvolvimento econômico. Assim, apenas após o surgimento dos modelos de crescimento endógeno, inspirados nos estudos e formulações de Romer (op.cit.), em 1986, e de Lucas(op.cit), em 1988, é que a relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico pode ser estudada com mais detalhe.

No Brasil pouco se tem discutido sobre esta questão. No plano teórico deve-se destacar as contribuições de Gonçalves (1980) e de Studart (1993), enquanto que no aspecto empírico existem trabalhos de Triner (1996), Monte e Távora Jr.(2000), Arraes e Teles(2000), Carvalho (2001) e Matos(2002).

O DEBATE ACADÊMICO NO EXTERIOR

O estudo sobre as relações existentes entre o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais, que doravante se designará simplesmente como desenvolvimento financeiro, e o crescimento econômico, tem ocupado diversos autores ao longo do tempo. Trata-se de saber se o desenvolvimento financeiro contribui para que se tenha crescimento econômico ou se, por outro lado, é o crescimento econômico que provoca o desenvolvimento financeiro, na medida em que a expansão das atividades produtivas passa a exigir o crescimento e o aperfeiçoamento dos instrumentos financeiros, o que provoca um salto qualitativo, além do quantitativo, no nível de intermediação financeira.

Um grande número de autores, desde Schumpeter (2004), enfatiza a influência positiva do desenvolvimento do setor financeiro de um país sobre o nível e a taxa de crescimento de sua renda *per capita*. O argumento essencial é que os serviços fornecidos pelo setor se caracterizam como um elemento essencial na promoção do crescimento econômico.

Estes serviços residem na realocação dos recursos de capital, buscando maximizar seu retorno, evitar os riscos de seleção adversa e reduzir os custos de transação envolvidos. Para Schumpeter, o papel desempenhado pelo sistema financeiro para a introdução das inovações tecnológicas é essencial para que se chegue ao desenvolvimento econômico.

Este assunto também foi objeto de considerações relativamente detalhadas por Hicks(1969) que, ao analisar a Revolução Industrial, procura estabelecer as relações entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico,

baseando-se no fato que as inovações tecnológicas, que caracterizaram o grande salto alcançado por ocasião da primeira etapa da Revolução Industrial, haviam sido criadas muito antes, sem que conseguissem precipitar a grande mudança.

Hicks argumenta ainda que foi o surgimento do mercado de capitais que viabilizou a mobilização de grandes somas de recursos, por períodos longos o suficiente, para permitir que as inovações tecnológicas pudessem ser introduzidas na produção. Foi o mercado de capitais que criou as necessárias condições de liquidez para que os detentores de poupança pudessem se dispor a aplicar recursos de vulto em investimentos de longo prazo de maturação.

Bencivenga, Smith e Starr(1993), em trabalho publicado pelo Journal of Economic Theory, concluem que "...portanto, a revolução industrial teve de esperar pela revolução financeira".

Outros autores, como Joan Robinson(1982), preferem adotar a posição oposta, segundo a qual o desenvolvimento financeiro nada mais é do que uma consequência do crescimento. Para a autora, a ampliação do alcance e do volume da atividade bancária é irrelevante, na medida em que decorre do aumento das transações que caracterizam um processo de desenvolvimento econômico ou de crescimento industrial. Sua posição é claramente expressa, quando afirma que: "... *it seems to be the case that where enterprise leads, finance follows*".

Para Solow (1956) as inovações financeiras não se traduzem em fatores de indução do crescimento econômico no longo-prazo, se ocorrer uma modificação endógena na tecnologia. Por outro lado, Grossman e Helpman (1991), Lucas (1988) e Romer (1986), afirmam, em modelos de crescimento endógeno, que níveis mais elevados de poupança e de investimento, ou ainda investimentos de melhor qualidade¹ podem elevar, no longo prazo, a taxa de crescimento. Para Lucas (1988), especialmente, está havendo uma tendência exagerada dos

¹ O investimento de melhor qualidade deve ser entendido na acepção de inversões que geram um retorno mais elevado para o investidor.

economistas de considerarem os fatores financeiros como essenciais ao desenvolvimento econômico.

Os autores mais céticos, entre os quais se incluem Arestis e Demetriades (1998), apresentam um conjunto de argumentos contra essa pretensa relação causal. Em primeiro lugar, o de que o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico decorrem de variável não explícita, que é a propensão a poupar da sociedade. Na medida em que a poupança endógena afeta a taxa de crescimento de longo prazo de uma dada economia, não é surpreendente que crescimento econômico e o desenvolvimento financeiro inicial estejam correlacionados.

Por outro lado, o desenvolvimento financeiro, se medido através do nível de crédito e da dimensão do mercado de ações, pode antecipar o crescimento econômico simplesmente porque os mercados financeiros antecipam o crescimento futuro: o mercado de ações capitaliza o valor presente das oportunidades de crescimento, enquanto as instituições financeiras elevam seus empréstimos para setores que apresentam boas perspectivas de crescimento.

Assim, a configuração do sistema financeiro e do mercado de capitais é afetada naturalmente pelo crescimento econômico, que implica – de forma progressiva – em uma elevação da demanda por serviços dessa natureza. Neste caso, o desenvolvimento financeiro é apenas um indicador importante, ao invés de um fator de causação.

Modigliani e Miller (1958) se situam em uma quarta posição distinta em relação ao debate, expressa em seu trabalho "*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*", publicado pela *American Economic Review* em 1958, uma contribuição essencial ao estudo dos investimentos nas finanças corporativas. Para esses autores, não existe relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, posição que fica muito clara na medida em que afirmam que a forma pela qual as empresas obtêm financiamentos não apresenta maior relevância e caracterizam os mercados financeiros como independentes do restante da economia.

O mesmo tipo de visão é explicitado por Stern (1989) que, ao estudar o desenvolvimento econômico, não faz nenhuma referência à contribuição dos mercados financeiro e de capitais para a aceleração do ritmo de crescimento econômico.

Por outro lado, na visão de Rondo Cameron (1967), o desenvolvimento financeiro age como um lubrificante, o que constitui um aspecto essencial, mas que não atua como substituto do mecanismo, que é o crescimento econômico. Em outras palavras, a despeito do valor que cerca a existência de um setor financeiro, aí incluído o mercado de capitais, como elemento provocador do crescimento econômico, o autor não atribui às instituições financeiras a capacidade de induzir esse crescimento.

Raymond W. Goldsmith (1969), em pesquisa baseada em dados de 35 países, no período compreendido entre 1860 e 1963, conclui que existe um forte paralelismo entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, quando observada a evolução em várias décadas. Para o autor, não há possibilidade, no entanto, de estabelecer com precisão em que direção ocorre a relação causal, ou seja, de determinar se os fatores financeiros foram responsáveis pela aceleração do crescimento econômico ou, ao contrário, o crescimento econômico criou as condições para que se desse o desenvolvimento financeiro.

Na mesma linha de raciocínio, McKinnon (1973) e Shaw (1973) mostram que economias com elevado grau de crescimento tendem a dispor de mercados financeiros altamente sofisticados, mas, como Goldsmith (1969), preferem registrar a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, sem determinar a natureza da relação entre ambos.

Greenwood e Jovanovic (1990) desenvolvem um modelo no qual a extensão da intermediação financeira e o crescimento econômico se acham determinados de forma endógena. Em seu trabalho, os intermediários financeiros podem investir com maior produtividade que os demais agentes econômicos em virtude de sua habilidade para identificar oportunidades de investimento. Assim, a intermediação

financeira promove o crescimento econômico porque permite obter maiores taxas de retorno sobre o capital aplicado e o crescimento, por sua vez, fornece os recursos para implementar estruturas financeiras mais caras.

O modelo desenvolvido por Greenwood e Jovanovic (1990) serve para demonstrar que o desenvolvimento financeiro reduz o custo de captação de recursos externamente à empresa, em oposição aos recursos gerados internamente pelo fluxo de caixa. Normalmente se considera que os custos de captação externa de recursos são mais elevados em virtude do reduzido controle que os fornecedores de fundos, localizados externamente à empresa, detém sobre a atuação da mesma. O desenvolvimento financeiro, contando com melhores normas contábeis e de transparência dos dados das empresas, bem como um melhor grau de governança corporativa, contribui para reduzir a diferença entre os custos de recursos externos e internos, permitindo que se acelere o crescimento, especialmente das empresas que necessitam mobilizar volumes maiores de recursos no mercado financeiro ou de capitais.

Robert G. King e Ross Levine (1993) investigam a relação causal com base em dados empíricos, mostrando que o comportamento do desenvolvimento financeiro em um dado momento se constitui em bom instrumento pré-determinador do crescimento econômico que deverá ocorrer num período mais à frente, com uma defasagem temporal de dez a trinta anos.

Levine e Zervos (1997) referem-se à relação entre mercado de capitais e sistema bancário e a promoção do crescimento econômico, concluindo que o grau de liquidez do mercado se acha fortemente relacionado ao crescimento, acumulação de capital e produtividade, enquanto que formas mais tradicionais de se mensurar o desenvolvimento financeiro, como o volume das transações no mercado de capitais, não apresentam uma relação muito forte. Outra conclusão dos autores diz respeito ao volume de empréstimos do setor bancário ao setor privado, indicando a existência de uma relação direta muito forte entre esse volume e o crescimento econômico.

Darrat (1999), analisa dados de países do Oriente Médio, mostrando que o grau de desenvolvimento financeiro tem uma relação causal com o crescimento, apesar de ter constatado que essa relação é maior em alguns países que em outros.

Em estudo mais recente, Khan e Senhadji (2000) concluem pela existência de sinais de uma relação direta entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Utilizando o modelo de Mankiw *et alli.* (1992) aplicado a 159 países no período 1960/99, estes autores concluem que o crescimento do PIB real *per capita* depende da taxa de investimento e do crescimento demográfico. Para representar o crescimento econômico, foram utilizadas, tentativamente, algumas variáveis, como: a relação investimento/PIB; as taxas de crescimento demográfico; os termos de troca; e o PIB *per capita* de 1987, para indicar a renda inicial e testar a hipótese de convergência (uma vez que países com renda mais baixa no passado tendem a apresentar taxas de crescimento mais elevadas no futuro). Os resultados indicam uma forte correlação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, além de mostrarem que existe um desenvolvimento financeiro ótimo, ou seja, o desenvolvimento financeiro tem um impacto direto sobre o crescimento até determinado ponto, declinando a seguir.

As Relações do Desenvolvimento Financeiro com a Estrutura Legal

Alguns autores, durante a década de 90, procuraram estudar a natureza das relações entre o desenvolvimento financeiro e o arcabouço legal existente numa dada economia. Dentre esses trabalhos, merecem especial destaque as contribuições de Dermirgüç-Kunt e Maksimovic (1996) , Jayaratne e Strahan(1996) , La Porta *et alli.*(1997) e Levine (1998) .

Dermirgüç-Kunt e Maksimovic (1996) utilizam-se de dados provenientes do comportamento de empresas em diferentes países para desenvolver um teste sobre a influência do desenvolvimento financeiro no crescimento econômico. Os autores demonstram a existência de uma correlação positiva entre as empresas que apresentam crescimento acima da média de seus mercados e o volume de

recursos aplicados nos respectivos mercados de capitais nacionais. Essa correlação positiva também se verifica quando é analisado o grau de segurança oferecido pelo sistema legal dos países, em termos de respeito e manutenção dos termos acordados em contratos legais. Assim, o respeito pelos contratos celebrados, ao lado do volume de operações registrado no mercado de capitais, que nada mais significam que o desenvolvimento financeiro, se acham na base do crescimento econômico, de forma mais acentuada neste ou naquele país.

A mesma linha de abordagem é seguida por Jayaratne e Strahan (1996), que ao examinar o processo de desregulamentação bancária em vários estados dos Estados Unidos, concluem que o processo levou a uma ampliação das condições financeiras à disposição das empresas, o que provocou um impacto positivo sobre o crescimento econômico do Estado.

Uma forma de progredir na análise da causalidade seria abordar os mecanismos teóricos, por meio dos quais o desenvolvimento financeiro vem afetar o crescimento econômico e analisar esta relação. Os diferentes autores afirmam que as instituições e o mercado financeiro contribuem para que a empresa supere as questões de risco moral e de seleção adversa, reduzindo dessa forma os custos de captação de recursos envolvidos. Assim, o desenvolvimento financeiro contribui para que setores ou empresas que tem grande dependência da captação de recursos para assegurar seu crescimento pudessem fazê-la de forma mais ágil e eficiente.

La Porta, Lopez-De-Silanes *et alli* (1997) em trabalho sobre investimentos estrangeiros apresentado ao 57° Congresso Anual da American Finance Association, demonstram que o ambiente legal, representado pela estrutura da legislação e pela eficiência de funcionamento do poder judiciário influenciam o tamanho e o grau de sofisticação que o mercado de capitais pode assumir em um dado país.

Na medida em que existam dispositivos legais que possam proteger investidores externos contra expropriações, tais dispositivos funcionam como pólos de atração

de recursos e sua troca por valores mobiliários, expandindo as condições de funcionamento do mercado de capitais.

Os autores mostram que os países que mantêm uma tradição legal de direito codificado (próprio de legislações baseadas no direito romano) apresentam não apenas um grau inferior de proteção aos direitos dos investidores e acionistas, mas também um menor grau de desenvolvimento no mercado de capitais, que aqueles baseados na *common law*, como os países anglo-saxões.

A questão que se coloca é se os países com direito codificado mantêm normas legais pouco atraentes aos investidores por coincidência, ou se – pelo contrário – esta é uma medida intencional no sentido de assegurar às empresas familiares e ao governo um papel mais destacado no cenário dos negócios.

Levine (1998) concentra-se no objetivo de verificar se as características legais vigentes em um dado país guardam relação com o produto *per capita*, crescimento do estoque de capital e crescimento da produtividade, utilizando os direitos do credor, *enforcement*² e, como La Porta *et alli.*(1997), a origem histórica do sistema legal vigente no país, como variáveis. Os resultados obtidos confirmam o trabalho de La Porta *et alli*, indicando que os países em que o sistema legal protege os direitos do credor e mantém *enforcement* apresentam setor bancário mais desenvolvido do que aqueles em que a lei não prioriza credores e mantém um regime frouxo ou ambíguo. O ambiente legal, concluiu o autor, é fortemente relacionado com as possibilidades de desenvolvimento a longo prazo, com a acumulação de capital e com a expansão da produtividade. Levine, em outro estudo desenvolvido em parceria com Loyasa e Beck (1999) publicado pelo Banco Mundial, confirma as suas conclusões anteriores.

² Expressão inglesa usada para designar mecanismos através dos quais a lei obriga que um dado agente obedeça determinado(s) preceito(s).

Diferenças entre Grau de Capitalização e Nível de Desenvolvimento Financeiro Requerido

Outra questão interessante abordada pelos autores que se dedicaram ao estudo das relações entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico diz respeito à ligação entre o grau de capitalização requerido para o crescimento de um dado setor econômico e a estrutura financeira disponível em um país.

Raghuram e Zingales (1998) verificam que, em países com maior desenvolvimento financeiro, empresas fortemente dependentes da mobilização de recursos vultosos, como as que se situam no setor farmacêutico, devem se desenvolver de forma mais rápida que as que independem desses recursos. Entre os setores menos dependentes de um volume considerável de recursos externos, situa-se a indústria do fumo, por exemplo. Estudo focalizando as taxas de crescimento setorial das indústrias farmacêutica e do fumo, em países emergentes como Malásia, Coréia e Chile, mostram que nos dois países asiáticos, em que há um razoável grau de desenvolvimento financeiro, o setor farmacêutico cresceu a taxas maiores que a indústria de fumo, enquanto que no Chile, que apresenta um menor nível de desenvolvimento em seu setor financeiro, as taxas de crescimento do setor farmacêutico foram bastante menores que as registradas pela indústria do fumo. A conclusão dos autores é que o desenvolvimento financeiro influencia de maneira positiva as taxas de crescimento relativo de diferentes setores da economia.

Para Raghuram e Zingales (1998), o crescimento industrial pode ser decomposto em dois diferentes aspectos: o crescimento do número de empresas do setor e o crescimento da escala média de produção, por estabelecimento. O efeito provocado pelo desenvolvimento financeiro é duas vezes mais pronunciado quando se aborda a questão da expansão do número de empresas, do que quando se trata de elevar o número de plantas de empresas existentes ou de se expandir a escala produtiva das empresas já estabelecidas.

O desenvolvimento financeiro, dessa maneira, está afetando mais o estabelecimento de novas empresas, que auxiliando a expansão das já existentes. Se as novas empresas forem ligadas a novas tecnologias, trata-se de viabilizar as ondas de "destruição criativa" a que se refere Schumpeter (2004), que evidentemente não poderiam ocorrer em países que apresentem baixo grau de desenvolvimento financeiro.

Raghuram e Zingales (1998) mostram que o desenvolvimento financeiro desempenha uma influência importante sobre a taxa de crescimento econômico e que esta influência se dá pela redução dos custos de captação de recursos para as empresas que deles dependem.

Aduzem que não existe contradição mesmo quando ocorre uma taxa relativamente baixa de crescimento econômico em períodos em que, pelo contrário, está ocorrendo desenvolvimento financeiro de forma persistente. Essa falta de sincronia pode decorrer da ação de outros fatores, que provocam alterações na atratividade de investimentos em um dado país. O desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais pode, ao contrário, estimular a superação desse ambiente adverso, permitindo que o crescimento de longo-prazo possa ser retomado.

Por outro lado, considerando os fatores restritivos que são impostos ao crescimento econômico por variáveis dependentes do grau de desenvolvimento financeiro alcançado, Raghuram e Zingales (1998) consideram, no artigo citado, que existem evidências no sentido de relacionar os impactos criados pelas imperfeições do mercado financeiro sobre os investimentos e o ritmo de crescimento econômico.

Finalmente, os mesmos autores concluem que existe uma correlação positiva entre o grau de desenvolvimento financeiro e os padrões de especialização industrial de cada país. Ainda que o grau de desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais tenha sido determinado por um acidente histórico, ou por regulamentação governamental, a existência de uma estrutura robusta para essas

atividades se constitui em uma vantagem competitiva para um dado país, quando se trata de atrair indústrias que são mais dependentes da captação externa de recursos. Simultaneamente, a falta dessa estrutura financeira atua como uma forte barreira para o ingresso de novas empresas nesses setores dependentes de recursos. Assim, pode-se concluir que o desenvolvimento financeiro se constitui também em um fator determinante da dimensão e do grau de concentração de um determinado setor industrial.

A CONTRIBUIÇÃO ACADÊMICA NO BRASIL

De acordo com Carvalho (2001), os benefícios gerados pelo sistema financeiro devem depender de alguns aspectos. O primeiro é a competência com que o mesmo deve mobilizar recursos, promovendo a redução de vazamentos dentro da economia. O segundo aspecto a abordar é a forma com que o sistema pode tornar compatível a oferta de recursos com a correspondente demanda. Em ambos os casos existem diferentes padrões de risco, retorno e prazos de maturação.

O trabalho de Triner (1996) aborda a evolução do sistema bancário brasileiro entre 1906 e 1930, procurando as relações entre desenvolvimento financeiro, industrialização e crescimento econômico. Suas conclusões são no sentido de confirmar a relação entre o funcionamento do sistema de intermediação financeira e o crescimento econômico, mostrando que existe uma relação mais forte com o crescimento industrial que com o do setor agrícola.

O estudo de Arraes e Telles (2000), que analisa as condições de crescimento econômico no país, se utiliza de dois modelos diversos. No primeiro modelo, a meta é comparar modelos de crescimento endógeno e exógeno, testando a hipótese de retroalimentação contínua nas variáveis que geram impacto no crescimento a longo prazo. O segundo modelo procura relacionar as variáveis produto *per capita*, tecnologia, capital físico e humano. No caso da tecnologia, o desenvolvimento financeiro foi considerado como variável exógena. Os autores concluem, após a análise de dados para estados do Nordeste e demais estados do Brasil, no período 1980/93, que em modelos com variáveis defasadas, existe

uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e produto *per capita*, mas que esta relação é inversa no caso dos estados nordestinos, especialmente quando analisa uma defasagem de 20 anos entre as variáveis. Como o progresso tecnológico é sempre uma determinante do crescimento do produto *per capita*, há evidências que – mesmo no caso estudado – o desenvolvimento financeiro se integra ao crescimento econômico através do progresso tecnológico.

Por outro lado, Monte e Távora (2000) estudam o impacto dos financiamentos regionais do Banco do Nordeste, Sudene e BNDES sobre o crescimento do produto regional nos estados da região Nordeste. Os resultados comprovam a existência de uma forte relação entre os financiamentos das três fontes mencionadas e o ritmo de crescimento econômico experimentado pela região a partir de 1981 até 1998.

Por fim, Matos (2002) estuda a existência de uma relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico no Brasil no período 1947/2000, concluindo pela existência “...de uma relação causal positiva, unidirecional e significativa entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.”

O autor afirma que os estímulos financeiros ao crescimento econômico ganham uma dimensão adicional quando se aborda a questão da confiabilidade institucional. Reformas que venham promover uma expansão no grau de confiança dos investidores internos e externos, que depositem sobre a estabilidade econômica e sobre a proteção oferecida a seus direitos, pela estrutura legal vigente no país, deverão sempre resultar em fatores de atração de um maior volume de recursos para a economia e, conseqüentemente, maior crescimento econômico.

ASPECTOS A DESTACAR

A revisão da literatura destaca alguns dos aspectos mais importantes que se acham presentes neste estudo.

Em primeiro lugar, considerando as contribuições de autores estrangeiros e as evidências empíricas colhidas por pesquisadores brasileiros, fica claro que existe uma relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. A maioria dos trabalhos empíricos demonstra que esta relação é direta, ou seja, que o desenvolvimento financeiro se constitui em uma alavanca para o crescimento econômico.

Por outro lado, existem também contribuições que procuram relacionar o ambiente legal e institucional com o desenvolvimento financeiro e este com o crescimento econômico. Fica claro que os diferentes autores que se ocuparam desse tema mostram uma íntima relação entre respeito ao direito de investidores, internos e externos, o arcabouço legal existente num dado país e o grau de desenvolvimento financeiro que pode ser alcançado.

Outro ponto coberto pelos estudos já realizados sobre o assunto se refere à relação entre o nível de capitalização requerido por empresas situadas em setores de uso mais intenso de tecnologia e o grau de desenvolvimento financeiro atingido por um determinado país. Quando se trata de atrair setores de densidade tecnológica maior, que – por sua própria característica – exigem um maior volume de investimentos, o patamar atingido pelos mercados financeiro e de capitais de uma dada economia se constitui num elemento relevante. Apenas países dotados de um apreciável nível de desenvolvimento financeiro poderão contar com setores de elevado grau de capitalização com desempenho superior ao revelado por setores que requerem menor grau de capitalização.

No entanto, o que não se acha coberto pelas contribuições analisadas diz respeito ao formato do desenvolvimento financeiro em si mesmo. Não se localizou, na literatura estudada, dados que permitam realizar a comparação entre os mercados financeiro e de capitais quanto à sua contribuição para o desenvolvimento financeiro.

Economias mais desenvolvidas, como as dos Estados Unidos e Inglaterra apresentam mercados de capitais muito ativos, o que permite oferecer às

empresas formas distintas de acesso aos recursos requeridos para o crescimento econômico. Por outro lado, em alguns países europeus e no Japão, ainda predomina a presença de um mercado financeiro forte, como elemento essencial do desenvolvimento financeiro.

Em suma, não existe nenhuma indicação no sentido de que exista uma tendência de aumento da desintermediação financeira na medida em que o desenvolvimento financeiro avança e parcelas maiores dos requisitos de capital das empresas passam a ser supridos pelo mercado de capitais.

Outro ponto importante reside na composição do sistema financeiro. Nos países mais desenvolvidos do hemisfério norte (Estados Unidos, países da Comunidade Econômica Européia e Japão), o mercado financeiro e o mercado de capitais são essencialmente privados, enquanto que no caso de países emergentes, como a Coréia e mesmo a China, a presença do Estado no mercado financeiro é um ponto essencial.

Em ambos os sentidos, faz-se necessário analisar a evolução histórica recente dos dois mercados no Brasil, para procurar determinar em que medida a economia brasileira está caminhando para um modelo de desenvolvimento mais aberto, com maior ou menor grau de intermediação financeira e com maior ou menor presença do Estado como financiador das atividades econômicas.

REFERÊNCIAS

ARESTIS, P. & DEMETRIADES, P. Finance and growth: is Schumpeter right ? *Análise Econômica*, 6 (30), Porto Alegre: 1998, p. 5-21.

ARRAES, R. A. & TELLES, V. K. Endogeneidade e exogeneidade do crescimento econômico: uma análise comparativa entre Nordeste, Brasil e países selecionados. *Revista Econômica do Nordeste*, 31. Fortaleza: 2000, p. 754-776.

BENCIVENGA, V. R. e SMITH, B. D. Finance intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies*, 58, 1991, p. 153-177.

CAMERON, R.C., O. PATRICK, H.T. TILLY, R. *Banking in the Early Stages of Industrialization*. New York, Oxford University Press, 1967.

CARVALHO, A. G. *Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico*. São Paulo, FEA-USP, 2001.

DARRAT, A. F. Are financial deepening and economic growth causality related ? Another look at the evidence. *International Economic Journal*, 13 (3), New York: 1999. p. 19-35.

DEMIRGUÇ-KUNT, A. & MAKSIMOVIC, V. Stock Market Development and Financial Choices of Firms. *World Bank Economic Review*, Washington/DC, 1996, p. 341-370.

GOLDSMITH, R. *Financial Structure and Development*, New Haven, CT, Yale University Press, 1969.

GONÇALVES, Antônio C. P. Crescimento Econômico e Setor Financeiro no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 10. Brasília: 1980.

GREENWOOD, J. e JOVANOVIC, B. Financial Development, Growth and Distribution of Income. *The Journal of Political Economy*, vol 98, nr 5, parte 1, out. 1990, p. 1076-1107.

GROSSMAN, G. & HELPMAN, E. *Innovation and Growth in the Global Economy*. Cambridge: MIT Press, 1991.

HICKS, J. *A Theory of Economic History*. Oxford: Claredon Press, 1969.

JAYARATNE, J. & STRAHAN, P.E. The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Deregulation. *Quarterly Journal of Economics* 111, Cambridge, 1996, p. 639-670.

KHAN, M.S. & SENHADJI, A. Threshold effects in the relationship between inflation and growth. *IMF Working Paper WP/00/110*. Washington: International Monetary Fund. June, 2000.

KING, R & LEVINE, R. Financial Intermediation and Economic Development in *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, Eds: Colin Mayer e Xavier Vives, Londres: Center for Economic Policy Research, 1992, p. 159-189;

KING, R & LEVINE, R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, 1993a, p. 717-737.

KING, R & LEVINE, R. Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, 1993b, p. 513-542.

LA PORTA, Rafael et alia. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, vol 52, nr 3, Oxford, 1997, p. 1131-1151.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, XXXV. Nashville, 1997, p. 688-726;

LEVINE, R. *Law, finance and economic growth*. Washington : The World Bank Group, 1997.

LEVINE, R. & ZERVOS, S. Stock Market Development and Long-Run Growth. *World Bank Economic Review*. Washington: 1997.

LEVINE, R. LOYASA, N. & BECK, T. Financial intermediation and growth: causality and causes. *World Bank Economic Review*. Washington, 1999.

LEVINE, R. The legal environment, banks and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30 (3) part 2, p. 596-613, 1998.

LUCAS Jr., R.E. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics* XXII, Amsterdam, 1988, p. 3-43.

MANKIEW, G.N., ROMER, D. & WEIL, D.N. A Contribution to the empirics of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 107, p. 407-437, 1992.

MATOS, O.C. *Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico no Brasil: Evidências de Causalidade*. Trabalhos para Discussão – 49. Brasília: Banco Central do Brasil, 2002.

MCKINNON, R. *Money and Capital in Economic Development*. Washington – DC : Brookings Institution, 1973.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. The cost of Capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48. Nashville, 1958.p. 261-298.

MONTE, P.A. & TAVORA JR, J. L. Fontes de Financiamento do Nordeste e o produto interno bruto da região. *Revista Econômica do Nordeste*, 31. Fortaleza: 2000, p. 676-695.

PAGANO, M. Financial Markets and Growth: an overview. *European Economic Review*, 37, Amsterdam, 1993, p. 613-622.

RAGHURAM, G.R. & ZINGALES, L. Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, vol 88, nr 3, jun. 1998.

ROBINSON, Joan. *The Generalization of the General Theory*. The Rate of Interest and other essays. Westport: Hyperion Press, 1982, p. 67-142.

ROMER, Paul. Increasing Returns to Scale and Long-run Growth. *Journal of Political Economy* XCIV : Chicago,1986, p. 1002-3.

SCHUMPETER, Josef A. *The Theory of Economic Development*. 10^a ed. New Brunswick: Transaction Publishers, 2004.

SHAW, Edward. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press, 1973.

SOLOW, R.M. A Contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70. Cambridge, Fev. 1956, p. 65-94.

STERN, N. The Economics of development: a survey. *Economics Journal* 99 (397). N. York, 1989, p. 597-685.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, 13(1),Rio de Janeiro: 1993, p. 101-138 .

TRINER, G.D. Banking, economic growth and industrialization: Brazil 1906-30.
Revista Brasileira de Economia. V. 50, n. 1. Rio de Janeiro: 1996, p. 135-153.