

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA (PPGE)  
DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**BANCOS DE DESENVOLVIMENTO E DESENVOLVIMENTO  
FINANCEIRO: UMA AVALIAÇÃO DO CASO BRASILEIRO ENTRE  
2000 E 2011**

NORBERTO MONTANI MARTINS

ORIENTADOR(A): Prof<sup>ª</sup>. Jennifer Hermann

RIO DE JANEIRO  
NOVEMBRO DE 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA (PPGE)  
DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**BANCOS DE DESENVOLVIMENTO E DESENVOLVIMENTO  
FINANCEIRO: UMA AVALIAÇÃO DO CASO BRASILEIRO ENTRE  
2000 E 2011**

NORBERTO MONTANI MARTINS  
DRE: 110002877

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

ORIENTADOR(A): Prof<sup>ª</sup>. Jennifer Hermann

RIO DE JANEIRO  
NOVEMBRO DE 2012

## FICHA CATALOGRÁFICA

M386 Martins, Norberto Montani.  
Bancos de desenvolvimento e desenvolvimento financeiro : uma avaliação do caso brasileiro entre 2000 e 2011/ Norberto Montani Martins. – 2012.  
234 f. : il. ; 31 cm.

Orientadora: Jennifer Hermann.  
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia, 2012.  
Bibliografia: f. 221 - 234.

1. Sistemas financeiros. 2. Bancos de desenvolvimento. 3. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. 4. Banco do Nordeste do Brasil. I. Hermann, Jennifer. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 332.153081

**BANCOS DE DESENVOLVIMENTO E DESENVOLVIMENTO  
FINANCEIRO: UMA AVALIAÇÃO DO CASO BRASILEIRO ENTRE  
2000 E 2011**

Norberto Montani Martins

Orientador(a): Prof<sup>a</sup>. Jennifer Hermann

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Mestre em Economia, sob a orientação da Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Jennifer Hermann.

Banca examinadora:

---

Presidente da Banca Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Jennifer Hermann – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Prof. Dr. Luiz Carlos Delorme Padro – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Prof. Dr. Rogério Sobreira – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas

RIO DE JANEIRO  
NOVEMBRO DE 2012

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.*

*À Marize Montani Martins, como reconhecimento de suas escolhas e lutas.*

*À memória do professor Fabio S. Erber, que me inspirou a “sofrer de ideias”.*

*À memória do professor Antônio Barros de Castro, que sempre imaginou um Brasil maior.*

## RESUMO

MARTINS, Norberto Montani. **Bancos de Desenvolvimento e Desenvolvimento Financeiro: uma avaliação do caso brasileiro entre 2000 e 2011**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós Graduação em Economia, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

A presente dissertação tem por objetivo analisar a evolução do papel dos bancos de desenvolvimento na ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro ao desenvolvimento econômico no período que se estende de 2000 a 2011. Considerando a existência de diversos bancos públicos com funções de banco de desenvolvimento no país, bem como a heterogeneidade de suas formas de atuação, optou-se por uma análise baseada em estudos de caso – em vez de uma análise abrangente do setor – contemplando o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e o Banco do Nordeste do Brasil (BNB), os dois maiores bancos de desenvolvimento brasileiros. Mais especificamente, pretendeu-se avaliar as formas de atuação destas instituições, destacando inclusive os diferentes tipos de instrumentos e ativos financeiros utilizados, no sentido de: (i) ampliar o acesso dos agentes aos sistemas financeiros; e (ii) prover atendimento a segmentos excluídos e/ou restringidos no sistema financeiro privado. Concluiu-se que os dois bancos selecionados (e possivelmente os demais bancos públicos brasileiros) voltaram suas formas de atuação diretamente à ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico, por vezes chegando a operar novos “nichos” e introduzir novos instrumentos financeiros, contribuindo efetivamente para a ampliação do acesso dos agentes ao sistema financeiro e provendo atendimento a segmentos excluídos pelas instituições privadas. Com isso, o BNDES e o BNB contribuíram sobremaneira para a ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro ao desenvolvimento econômico do país no período analisado.

**Palavras-chave:** Sistemas Financeiros, Bancos de Desenvolvimento, Funcionalidade, BNDES, BNB.

## ABSTRACT

MARTINS, Norberto Montani. **Bancos de Desenvolvimento e Desenvolvimento Financeiro: uma avaliação do caso brasileiro entre 2000 e 2011.** [Development Banks and Financial Development: assessing the Brazilian case in the period 2000-2011]. Dissertation (Master Degree in Economics) – Graduate Program in Economics, Institute of Economics, Federal University of Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

This dissertation aims at analyzing the role of development banks in expanding the functionality of the Brazilian financial system to economic development in the period 2000-2011. Considering that several public banks with development bank functions operate in Brazil, we have chosen a case study approach – instead of a comprehensive analysis of the sector – focusing on the two biggest Brazilian development banks, namely: the Brazilian Development Bank (BNDES) and the Brazilian Northeastern Bank (BNB). More specifically, we aimed at assessing the different forms of action of these banks, including the different financial assets and instruments used by them, in the sense of: (i) expanding the access of the broad public to the financial system; (ii) providing support to sectors which are commonly neglected by the private financial system or in which the private financial system operates in a limited way. We concluded that both banks, and possibly the other Brazilian public banks, directly focused their forms of action to expand the functionality of the Brazilian financial system for economic development, sometimes even introducing new financial instruments and markets, in a way that they broadened the access of the public to the financial system and provided support for sectors excluded by the private financial sector. Therewith BNDES and BNB greatly contributed to expand the functionality of the Brazilian financial system to economic development in the period 2000-2011.

**Keywords:** Financial systems, Development banks, Functionality, Brazilian Development Bank (BNDES), Brazilian Northeastern Bank (BNB).



## AGRADECIMENTOS

Um trabalho da magnitude de uma dissertação é produto de uma série de mãos e, neste sentido, é impossível lembrar todas aquelas que ajudaram, direta ou indiretamente, em sua manufatura neste pequeno espaço. Porém, é igualmente impossível não deixar de destacar algumas, fundamentais ao longo deste processo, e agradecê-las. Estes agradecimentos são descritos em ordem cronológica, pois considero o tempo como elemento fundamental da vida.

Escolhas são realizadas a cada segundo e condicionam o desenrolar do futuro. Algumas são marcos, que alteram o rumo de nossas vidas. Algumas são também irreversíveis. Assim, o primeiro, fundamental e mais importante agradecimento é devido a Marize Montani Martins, minha mãe, que escolhe a meu favor há 23 anos. Esta dissertação é, em grande parte, resultado de seu esforço, que perpassa toda minha vida. Minha mãe é um exemplo de integridade, inteligência e perseverança; um exemplo de luta como mulher e como cidadã brasileira – para os que não o sabem, ela é parte da primeira turma de mulheres militares da Marinha do Brasil. É imensa a minha admiração por estas características e é com esse exemplo que busco nortear meu futuro e minhas escolhas. Mas minha admiração transpassa estas fronteiras, afinal Marize é simplesmente minha mãe. E nesta função, como eu já disse, escolhe a meu favor desde antes do meu nascimento. Ela abdicou de ser seu centro para que eu o fosse. E espero, com este primeiro pequeno passo – o grau de mestre –, poder fazê-la sentir-se feliz e recompensada.

Há também uma espécie de segunda mãe, Zamia Montani Martins, a quem devo toda gratidão e merece também um grande destaque. Enquanto minha mãe estava no trabalho, era minha avó quem cuidava de mim, que me ensinava que passos dar e como dá-los, bem como, como boa avó, me mimava. A tranquilidade que herdei dela sempre me foi fundamental. Agradeço-lhe, portanto, pois ela foi igualmente relevante ao longo da minha vida. Meu tio Telmo Montani, cujo apoio foi igualmente fundamental, e minhas primas-irmãs Raquel Montani e Thais Montani também merecem espaço nesta página, assim como minha tia Clotilde. O apoio familiar sempre foi importante para validar minhas escolhas e merece este reconhecimento aqui.

Quando à época do final da graduação, confesso aqui certa confusão. Não sabia direito para onde seguir. Neste momento, o apoio incondicional de minha mãe foi igualmente fundamental, mas a decisão por buscar o mestrado não veio diretamente dela. Essa ideia surgiu da convivência com a professora Jennifer Hermann, no âmbito do Grupo de Moeda – convivência esta que data de 2007. Foi ela que sempre me instigou e estimulou dentro do meio acadêmico de economia. Foram as pesquisas que realizei sob sua tutela que me levaram a crer que o mestrado era um caminho viável e, mais que isso, desejável. O professor Fernando Cardim de Carvalho também tem parte neste processo, mas em menor medida.

A decisão de ingressar no mestrado só se consolidou a partir da contribuição de algumas outras pessoas. Patrick Fontaine, Anna Carolina Reis, Mario Rubens, Ronaldo Fiani e Fabio Erber são nomes que influenciaram minha escolha nesta direção, bem como Roberto Messenberg e Paulo Levy, estes, amigos de Ipea. No árduo processo que antecedeu a prova de ingresso no mestrado é importante nomear também Amalia Hirakawa, que entendeu, apoiou e torceu por mim em todo momento, sendo minha cúmplice; Juliana Nascimento, Rodrigo Bonecini e, novamente, Anna Carolina, que dividiram os estudos e as preocupações comigo; e Paula Sarno, Maria Isabel Busato e Mauro Santos Silva, que eram companheiros de pesquisa neste período e também me apoiaram neste processo.

Na vivência do mestrado, inúmeras pessoas foram importantes e merecem também um agradecimento. Agradeço aos professores Rolando Garciga, Fabio Freitas, Antonio Licha, Viviane Luporini, David Kupfer, João Pondé, Fábio Sá Earp, Eduardo Bastian, André Modenesi, Luiz Carlos Delorme Prado e, novamente, Jennifer Hermann e Fernando Cardim.

Suas aulas foram fundamentais para que eu finalmente passasse a ter uma noção real do que é o universo da economia, como pensá-la e por que vias seguir. Agradeço também aos colegas de sala Juliana Nascimento, Caroline Teixeira, Inaie Santos, Paula Carvalho, Tarciso Gouveia, Luana Rufino e Ricardo Barbosa, dentre os demais; e aos amigos de PPGE, Julia Torraca, Gabriel Aidar, Camila Ferraz, José Pedro Neves, Pedro Henrique Navarrete, João Marcos Tavares, Letícia Barbosa e André Augustin, dentre outros. Cabe aqui um agradecimento especial a Juliana Nascimento, além de grande amiga, minha companheira de estudos durante o primeiro período de mestrado, uma época particularmente complicada para mim; a Caroline Teixeira, minha colega de todas as turmas, ouvinte, revisora e companheira das horas vagas ao longo de todo o mestrado – uma pena que não tenha havido tempo para que ela retirasse todos os “os mesmos” que inevitavelmente eu usei nas próximas páginas; Inaie, que embora não tenha dividido tantas turmas, dividiu muitos momentos neste período e ajudou a enfrentar muita coisa; e a Tarciso Gouveia, pela amizade e camaradagem nesta jornada.

Além destes agradeço aos amigos de convívio diário no Instituto de Economia, Galeno Ferraz, Denise Gentil, Ricardo Summa, Carlos Pinkusfeld, “China”, Marino, Seu Luís, André, “Dudu Nobre”, Alexandre, etc. Lembro também dos amigos Amalia Hirakawa, Izabel Lima, Patrick Fontaine, Rafaela Mendonça, Vitor Soares, Fabricio Soares, Iris Medeiros, Romulo Labronici, Daniel Drach, Vitor Valle, Vinicius Dominato, Carla Curty, Gustavo Eiras, Pedro Costa, Rodrigo Addor, Rafael Montanha, Jaime Leon, Pedro Iskin, Felipe Bomfim, Camila Arcuri, Livia Berrogain, Danielle Furtado, André Motta, Raphael Varella – e os amigos de pelada –, dentre muitos outros, com quem dividi minhas alegrias e angústias ao longo deste tempo de mestrado, seja numa conversa a dois, numa mesa de bar lotada ou numa noite em algum lugar.

Ainda dentro das pessoas que me ajudaram neste tempo, destaco meus cumprimentos aos companheiros de trabalho Luiz Fernando de Paula e Rui Modenesi. Em especial, agradeço a Rogério Sobreira, companheiro de pesquisa durante todo este tempo, que abriu diversas portas e tornou o mestrado mais fácil para mim. Rogério foi não só um “chefe”, mas um orientador, conselheiro e, principalmente, amigo durante este tempo. Papel parecido teve André Modenesi, que além de professor, se tornou grande companheiro de trabalho e grande amigo, e merece igualmente um obrigado especial – e um salve à pequena Isabela!

Os companheiros de ANBIMA, Patricia Menandro – cujo estímulo e compreensão merecem destaque –, Nuno Conde, Vanessa Rodrigues, Hellen Lima, Enilce Melo, Marcelo Cidade, Dalton Boechat, Antonio Filgueira, Alejandro Padron, Vivian Corradin, dentre os demais, tiveram também seu papel, especialmente na fase final – e mais árdua – desta dissertação.

Agradeço também ao Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento (CICEF), que tornou o mestrado viável financeiramente e me deu ânimo na pesquisa para esta dissertação. O estímulo e a parceira do CICEF foram extremamente relevantes ao longo da experiência do mestrado – incluindo aí a participação em um dos números da nova série dos Cadernos de Desenvolvimento CICEF – e realmente não consigo conceber como teria sido passar por todo este processo sem este apoio – serei eternamente grato. Meus cumprimentos também a Glauber Cardoso, sempre atencioso durante estes 2 anos.

Cabe agradecer igualmente aos professores Luiz Carlos Delorme Prado e Ernani Torres pelos comentários, questionamentos, discordâncias e sugestões no âmbito do exame de qualificação do projeto de dissertação. Sem eles, a qualidade desta dissertação seria certamente inferior à que é. Agradeço também aos membros da banca avaliadora da dissertação, Rogério Sobreira e Luiz Carlos Prado, novamente, que se prestaram a ler, analisar e avaliar o presente trabalho com enorme atenção.

E por fim, mas não menos importante, cabe mais um agradecimento, especial, à Jennifer Hermann. Mais do que uma mera orientadora, Jennifer é também um exemplo para mim. Este “projeto de economista” que sou hoje não existiria se não fosse seu esforço e dedicação. Jennifer é também uma espécie de “mãe” (já contei três aqui nestes agradecimentos), uma grande amiga, que me aconselha, tutela e divide angústias, preocupações e alegrias no dia-a-dia. Por isso, merece um muito obrigado, muito especial.

Os limites de espaço desta dissertação me levam a parar de agradecer por aqui, mas o importante é destacar que cada um dos nomes mencionados (e mesmo alguns não mencionados) é cúmplice deste trabalho. Assim, cada letra é também um agradecimento a todos, que ajudaram a tornar esta dissertação concreta.

Muito obrigado!

## LISTA DE GRÁFICOS E/OU ILUSTRAÇÕES

### GRÁFICOS

Gráfico TIII.1: Participação do Ativo em Relação ao Ativo Total do Sistema Financeiro Brasileiro.....	149
Gráfico IV.1: Desembolsos do Sistema BNDES em Operações de Crédito.....	153
Gráfico IV.2: Desembolsos do Sistema BNDES em Operações de Crédito.....	154
Gráfico IV.3: Saldo das Operações de Crédito do Sistema BNDES.....	155
Gráfico IV.4: Saldo das Operações de Crédito do Sistema Financeiro Brasileiro.....	158
Gráfico IV.5: Desembolsos do BNDES Exim e do Mercado de Crédito.....	158
Gráfico IV.6: Taxa Média das Operações de Crédito.....	160
Gráfico IV.7: Taxa de Juros de Longo Prazo x Selic.....	162
Gráfico IV.8: Spread Médio das Operações de Crédito.....	162
Gráfico IV.9: Desembolsos do Sistema BNDES por Porte da Empresa.....	163
Gráfico IV.10: Desembolsos do BNDES a Micro, Pequenas e Médias Empresas.....	164
Gráfico IV.11: Desembolsos do Cartão BNDES.....	165
Gráfico IV.12: Desembolsos do Sistema BNDES por Produto.....	165-6
Gráfico IV.13: Empresas com Cartão BNDES ativo por ano de emissão (acumulado).....	166
Gráfico IV.14: Desembolsos do Sistema BNDES por Região.....	168
Gráfico IV.15: Saldo das Operações de Crédito do Sistema Financeiro Brasileiro por Vencimento.....	171
Gráfico IV.16: Saldo das Operações de Crédito de Longo Prazo do Sistema Financeiro Brasileiro.....	171
Gráfico IV.17: Saldo das Operações de Crédito do BNDES.....	172
Gráfico IV.18: Saldo das Operações de Crédito de Longo Prazo do Sistema Financeiro Brasileiro.....	173
Gráfico IV.19: Saldo das Operações de Crédito do Sistema BNDES por Vencimento.....	174
Gráfico IV.20: Saldo das Operações de Crédito do Sistema BNDES por Vencimento.....	174
Gráfico IV.21: <i>Funding</i> dos Investimentos da Indústria e Infraestrutura.....	175
Gráfico IV.22: Desembolsos do BNDES Mercado de Capitais.....	177
Gráfico IV.23: Participação dos desembolsos do BNDES para o Mercado de Capitais no Total Global.....	177-8
Gráfico IV.24: Perfil de Remuneração das Debêntures.....	183
Gráfico IV.25: Perfil de Remuneração das Debêntures.....	184
Gráfico IV.26: Prazo Médio das Debêntures Emitidas.....	184
Gráfico V.1: Contratações de Operações de Crédito BNB.....	188
Gráfico V.2: Contratações de Operações de Crédito BNB.....	189
Gráfico V.3: Distribuição Regional do Crédito no Brasil.....	193
Gráfico V.4: Relação Crédito/PIB.....	194
Gráfico V.5: Saldo das Operações de Crédito no NE e Brasil.....	194
Gráfico V.6: Saldo das Operações de Crédito BNB Consolidado.....	195
Gráfico V.7: Saldo das Operações de Crédito BNB Consolidado.....	197
Gráfico V.8: Desembolsos do Agroamigo.....	208
Gráfico V.9: Taxa de Juros Média por linha.....	209
Gráfico V.10: Desembolsos dos Programas de Microcrédito e PME.....	210
Gráfico V.11: Número de agências bancárias por Estado.....	211

Gráfico V.12: Municípios atendidos pela rede bancária.....	211
Gráfico V.13: Número de agências bancárias por Estado em 2011.....	213
Gráfico V.14: Municípios atendidos pelo BNB.....	213

## **ILUSTRAÇÕES**

Figura III.1: Características e Objetivos dos Bancos de Desenvolvimento.....	141
Figura III.2: Formas de Atuação dos Bancos de Desenvolvimento no Sistema Financeiro...143	143
Figura IV.1: Formas de Atuação do BNDES para a Ampliação do Acesso ao Sistema Financeiro.....	159
Figura IV.2: Segmento de Crédito.....	170
Figura IV.3: Atuação do BNDES nos Segmentos e Subsegmentos de Crédito.....	176
Figura IV.4: Formas de Atuação do BNDES no Mercado de Capitais.....	179
Figura IV.5: Síntese da atuação do BNDES no sistema financeiro brasileiro.....	186
Figura V.1: Produtos financeiros de crédito rural oferecidos pelo BNB.....	198
Figura V.2: Síntese da atuação do BNB no sistema financeiro brasileiro.....	214

## **LISTA DE TABELAS E/OU QUADROS**

### **TABELAS**

Tabela TIII.1: Quantitativo de bancos por origem de capital.....	148
Tabela IV.1: Desembolsos do Sistema BNDES por Produto de Crédito.....	156
Tabela IV.2: Emissão do BNDES no Novo Mercado de Renda Fixa.....	182
Tabela V.1: Contratações de Operações de Crédito BNB por prazo.....	196
Tabela V.2: Números do CrediAmigo.....	206

### **QUADROS**

Quadro IV.1: Produtos de Crédito do Sistema BNDES.....	155
Quadro V.1: Produtos do BNB.....	190-1
Quadro V.2: Produtos do CrediAmigo.....	204-5

## LISTA DE SIGLAS

ACC – Adiantamento de contrato cambial  
AKB – Associação Keynesiana Brasileira  
ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais  
BB – Banco do Brasil  
BCB – Banco Central do Brasil  
BNB – Banco do Nordeste do Brasil  
BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico  
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
CD-CICEF - Cadernos de Desenvolvimento, Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento  
CEF – Caixa Econômica Federal  
CMBEU – Comissão Mista Brasil Estados Unidos  
CMN – Conselho Monetário Nacional  
DBC – Development Bank of Canada  
DEPEC-BCB – Departamento Econômico do Banco Central do Brasil  
DI – Depósito Interfinanceiro  
EI – Empreendedor Individual  
ETENE – Escritório Técnico de Estudos Econômicos do Nordeste  
EUA – Estados Unidos da América  
FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador  
FGE – Fundo de Garantia de Exportação  
FGI – Fundo Garantidor para Investimentos  
FNE – Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste  
HIF – Hipótese de Instabilidade Financeira  
HME – Hipótese dos Mercados Eficientes  
HPE – História do Pensamento Econômico  
IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística  
IMF – International Monetary Fund (Fundo Monetário Internacional)  
IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumo Amplo  
IPO – Initial Public Offering (Oferta Pública Inicial de Ações)  
JDB – Japan Development Bank  
KDB – Korea Development Bank  
KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau  
MINDS - Multidisciplinary Institute for Development and Strategies  
MP – Medida Provisória  
MPE – Micro e Pequena Empresas  
MPME – Micro, Pequena e Média Empresas  
MRC – Modelo de Racionamento de Crédito  
MSMK – Modelo Shaw-McKinnon  
NMRF – Novo Mercado de Renda Fixa  
OPA – Oferta Pública de Ações  
PAC – Plano de Aceleração do Crescimento  
PD&I – Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação  
PRONAF – Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar  
R&D – Research and Development (Pesquisa e Desenvolvimento)  
SCR – Sistema de Informações de Crédito  
SF – Sistema Financeiro  
SFB – Sistema Financeiro Brasileiro

SUDENE – Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste

TAC – Taxa de Abertura de Crédito

TFE – Teoria dos Fundos Empréstáveis

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

TPL – Teoria da Preferência pela Liquidez

UN-DESA – United Nations - Department of Economic and Social Affairs

US – United States



## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	20
TOMO I: SISTEMAS FINANCEIROS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO .....	25
CAPÍTULO I. PERSPECTIVA HISTÓRICA SOBRE SISTEMAS FINANCEIROS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO .....	27
I.1. Os mercados financeiros como catalisadores do desenvolvimento: a Grã-Bretanha dos séculos XVIII e XIX .....	28
I.2. O sistema financeiro condutor do desenvolvimento: Bélgica, Alemanha e Europa continental no século XIX .....	33
I.3. Sistema financeiro, Estado e desfuncionalidade ao desenvolvimento econômico: a França da primeira metade do século XIX .....	37
I.4. A dualidade desenvolvimento financeiro e crise: os Estados Unidos do século XIX a 1929 .....	40
I.5. Sistema financeiro, Estado e desenvolvimento: o imediato pós-Guerra na Europa continental .....	45
I.6. Estado, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico: o imediato pós-Guerra nos países Emergentes .....	49
I.7. Revisitando a dualidade desenvolvimento financeiro e crise: a liberalização financeira das últimas três décadas.....	52
I.8. Conclusão .....	54
CAPÍTULO II. PERSPECTIVA TEÓRICA SOBRE SISTEMAS FINANCEIROS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO .....	58
II.1. Schumpeter e o papel dos bancos .....	59
II.2. Keynes: Investimento e o esquema <i>Finance-Funding</i> .....	64
II.2.a. <i>Fundamentos Teóricos: demanda efetiva, investimento e taxas de juros</i> .....	66
II.2.b. <i>O financiamento do investimento e o sistema financeiro</i> .....	68
II.3. Gurley e Shaw e os aspectos financeiros do desenvolvimento econômico .....	70
II.3.a. <i>Fundamentos Teóricos: Finanças e contas nacionais</i> .....	72
II.3.b. <i>O papel do sistema financeiro</i> .....	73
II.4. O Modelo Shaw-McKinnon: repressão financeira, liberalização e desenvolvimento .....	75
II.4.a. <i>Fundamentos Teóricos</i> .....	76
II.4.b. <i>O sistema financeiro e seu aprofundamento</i> .....	79
II.4.c. <i>Liberalização e desenvolvimento financeiro e econômico</i> .....	81
II.5. Stiglitz e os novos-Keynesianos: falhas de mercado e intervenção.....	83
II.5.a. <i>Falhas de mercado e os fundamentos teóricos do modelo novo-Keynesiano</i> .....	83
II.5.b. <i>As instituições financeiras no contexto de falhas de mercado</i> .....	85
II.5.c. <i>Falhas de mercado nos mercados financeiros</i> .....	86
II.6. Pós-Keynesianos: incerteza, funcionalidade e a necessidade perene e direta do Estado .....	90

II.6.a. Fundamentos teóricos: economia monetária de produção e a teoria da preferência pela liquidez .....	91
II.6.b. Sistemas financeiros no esquema pós-Keynesiano .....	97
II.6.c. Desenvolvimento financeiro e a hipótese de instabilidade financeira.....	99
II.6.d. Preferência pela liquidez nos sistemas financeiros .....	102
II.6.e. Desenvolvimento financeiro: da eficiência à funcionalidade.....	104
II.6.f. Espaço para Políticas Financeiras .....	107
II.7. Conclusão.....	108
TOMO II: POLÍTICAS FINANCEIRAS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E FUNCIONALIDADE.....	111
CAPÍTULO III. POLÍTICAS FINANCEIRAS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E FUNCIONALIDADE.....	114
III.1. A intervenção estatal (I): aperfeiçoando os resultados dos mercados financeiros	117
III.1.a. Regulação prudencial: Risco sistêmico, monitoramento e proteção ao investidor .....	119
III.1.b. Controlando o sistema de preços .....	123
III.1.c. Direcionamento indireto de recursos .....	127
III.1.d. Competição e concorrência.....	129
III.1.e. Síntese .....	131
III.2. A intervenção estatal (II): construindo estruturas de governança alternativas aos mercados financeiros .....	133
III.2.a. As características dos bancos de desenvolvimento .....	134
III.2.b. Bancos de desenvolvimento e suas formas de atuação no sistema financeiro...	142
III.3. Conclusão .....	146
TOMO III: BNDES, BNB E SEU PAPEL NA AMPLIAÇÃO DA FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO AO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NO PERÍODO 2000-2011 .....	148
CAPÍTULO IV. O PAPEL DO BNDES NA AMPLIAÇÃO DA FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO AO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO ENTRE 2000 E 2011 .....	151
IV.1. Crédito .....	152
IV.1.a. Papel anticíclico e fragilidade financeira .....	156
IV.1.b. Acesso ao crédito .....	159
IV.1.c. Crédito de longo prazo e o funding dos investimentos .....	169
IV.1.d. Síntese .....	176
IV.2. Mercado de Capitais .....	176
IV.2.a. Equity e subscrição de ações .....	178
IV.2.b. Títulos de dívida corporativa e o Novo Mercado de Renda Fixa.....	180
IV.2.c. Síntese .....	185
IV.3. Conclusão .....	185

CAPÍTULO V. O PAPEL DO BNB NA AMPLIAÇÃO DA FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO AO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO ENTRE 2000 E 2011 .....	187
V.1. Crédito .....	188
V.1.a. <i>Integrando o Nordeste no segmento de crédito</i> .....	191
V.1.b. <i>Crédito de longo prazo no Nordeste</i> .....	195
V.1.c. <i>Crédito Rural no Nordeste</i> .....	197
V.1.d. <i>Síntese</i> .....	199
V.2. Microcrédito .....	200
V.2.a. <i>Microcrédito no Brasil e o CrediAmigo</i> .....	203
V.2.b. <i>Da cidade ao campo: AgroAmigo</i> .....	207
V.2.c. <i>A inclusão a partir do custo</i> .....	208
V.2.d. <i>Inclusão além do microcrédito</i> .....	209
V.2.e. <i>Síntese</i> .....	210
V.3. Acesso aos serviços financeiros.....	210
V.4. Conclusão .....	213
CONCLUSÃO.....	216
BIBLIOGRAFIA .....	221

## INTRODUÇÃO

A economia mundial no período pós-2ª Guerra foi marcada por uma maior participação do Estado nas decisões econômicas, especialmente nos países subdesenvolvidos, de industrialização ainda incipiente. Nessas economias, o Estado assumiu deliberadamente a tarefa de planejar, articular e promover o desenvolvimento econômico, tendo como norte o aprofundamento do processo de industrialização. Em paralelo, nos países considerados desenvolvidos à época a maior participação estatal esteve associada à necessidade de reconstrução após a destruição causada pela guerra.

Em ambos os casos, exigia-se uma grande quantidade de investimentos, freqüentemente com elevados prazos de maturação, realizados diretamente pelo Estado ou pelo setor privado sob a coordenação estatal (Cárdenas *et alli*, 2000; Chang, 2003; Halevi, 1998; Woo-Cumings, 1999). Tornou-se, portanto, necessário desenvolver arquiteturas institucionais que pudessem atuar na provisão de recursos para financiar adequadamente (em termos de volume e prazo) estas inversões e, simultaneamente, atuar como órgãos formuladores, planejadores e articuladores da política de desenvolvimento elegida. Daí nasce uma série de instituições híbridas, que mesclam características de instituição financeira pública e de órgão executor das demais funções mencionadas acima, comumente designadas como bancos de desenvolvimento (Diamond, 1957: 1-5).

Neste período, os bancos de desenvolvimento contribuía efetivamente para o alargamento e aprofundamento dos sistemas financeiros nacionais, contribuindo diretamente para a ampliação da funcionalidade destes sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico. A presença dos bancos de desenvolvimento se mesclava, portanto, com o desenvolvimento financeiro dos países, cuja contrapartida era observada no crescimento e desenvolvimento econômico das nações.

A partir da década de 1980, contudo, este quadro mudou substancialmente. O papel do Estado na economia foi posto a prova conforme os países desenvolvidos e subdesenvolvidos superaram, respectivamente, a necessidade de reconstrução e a situação de subdesenvolvimento, e, sobretudo, conforme o neoliberalismo atingiu e consolidou o *status* de *mainstream*. Nesse contexto, a perenidade e a necessidade da existência de bancos de desenvolvimento foram contestadas. Mais que isso, mesmo as potenciais contribuições aos processos de desenvolvimento financeiro e econômico que eram anteriormente atribuídas a estas instituições deram lugar a visão de que elas poderiam travancar tais processos: a existência de bancos de desenvolvimento seria um braço das políticas de repressão financeira, segundo a taxonomia de Shaw (1973) e McKinnon (1973). Assim, nesta nova visão, os bancos de desenvolvimento poderiam representar um entrave ao desenvolvimento financeiro e, portanto, ao crescimento e desenvolvimento econômico.

Decorre desta visão a proposição de que a liberalização financeira seria o caminho para o desenvolvimento financeiro das nações. Na prática, a liberalização econômica e principalmente financeira, codificada em última instância no Consenso de Washington, fez parte da pauta política de uma série de países em desenvolvimento a partir dos anos 1980, bem como das orientações de política nos países centrais, cumprindo em geral as proposições teóricas do *mainstream*. Esse novo enfoque teve por resultado a extinção e/ou privatização, de um modo mais geral, de inúmeros bancos públicos e, mais especificamente, de desenvolvimento.

Todavia, a experiência da era “pós-liberalização financeira” em alguns países oferece elementos para contestar a tese de que o papel destas instituições tenha se esgotado, ou mesmo que seja deletério ao desenvolvimento financeiro e econômico. Ainda que os nichos de atuação dos bancos de desenvolvimento tenham se alterado ao longo do tempo, tais instituições continuaram a operar, de modo atuante, em diversos países, que possuem sistemas

financeiros considerados desenvolvidos ou passaram por um menor ou maior aprofundamento de seu sistema financeiro ao longo do período mencionado<sup>1</sup>. Notadamente, o *KfW Bankengruppe* alemão e o *Development Bank of Canada* (DBC) são exemplos referentes aos países desenvolvidos que se adequam a definição de banco de desenvolvimento adotada neste trabalho. No caso dos países em desenvolvimento, destaca-se o *Korea Development Bank* (KDB) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) brasileiro. Cabe mencionar ainda que, diante da recente crise financeira internacional, os países que contaram com a atuação de instituições deste tipo – onde se inclui o Brasil – tenderam a apresentar melhor desempenho em termos dos níveis de atividade e crescimento econômico (Hermann, 2011: 3).

A evidência (simploriamente) apresentada acima sugere não só que a existência destas instituições não é prejudicial ao desenvolvimento econômico, mas que há espaço para sua atuação de modo perene. O caso do Brasil é emblemático, já que, a despeito da profunda liberalização financeira verificada (Paula, 2011), uma estrutura ampla de bancos públicos e de desenvolvimento foi ainda sustentada. O que há de se considerar é que conforme se desenvolvam os sistemas financeiros, alterar-se-ão as atribuições dos bancos de desenvolvimento e o próprio papel destas instituições no desenvolvimento financeiro.

No contexto apresentado, a presente dissertação tem como *objetivo geral* analisar a evolução do papel dos bancos de desenvolvimento na ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico no período pós-liberalização financeira, abrangendo os anos de 2000 a 2011<sup>2</sup>. No entanto, considerando a existência de diversos bancos públicos com funções de banco de desenvolvimento no país, bem como a heterogeneidade de suas formas de atuação, optou-se por uma análise baseada em “estudos de caso”, em vez de uma análise abrangente do setor, que, certamente, extrapolaria os limites de

---

<sup>1</sup> Isto, contudo, não significou que se ampliou a funcionalidade do sistema ao desenvolvimento econômico como previsto no modelo teórico original – vide Hermann (2010).

<sup>2</sup> Uma justificativa metodológica mais rigorosa para esta periodização é apresentada na introdução do Tomo III.

tempo e espaço desta dissertação. Os estudos de caso contemplarão os dois maiores bancos de desenvolvimento em atuação no Brasil: o BNDES, no âmbito nacional, e o Banco do Nordeste do Brasil (BNB), no âmbito regional.

Como *objetivo específico*, pretende-se avaliar as formas de atuação destas instituições, destacando inclusive os tipos de instrumentos e ativos financeiros utilizados, no sentido de: (i) ampliar o acesso dos agentes aos sistemas financeiros; e (ii) prover atendimento a segmentos excluídos e/ou restringidos no sistema financeiro privado. A hipótese que orienta a análise é que os dois bancos selecionados – e, possivelmente, os demais bancos públicos brasileiros – contribuíram sobremaneira para a ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico, em meio a expansão financeira observada no Brasil no período em questão (Hermann, 2010).

A presente dissertação está estruturada em três tomos e cinco capítulos, além desta introdução e conclusão. O Tomo I trata da discussão sobre sistemas financeiros, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico tanto sob uma perspectiva histórica, desenvolvida no Capítulo I, quanto sob uma perspectiva teórica, discutida no Capítulo II. Pretende-se com estas discussões fundamentar a afirmativa que o desenvolvimento financeiro é relevante para o desenvolvimento econômico e apontar que os mercados por si só não garantem que esta primeira relação seja válida, o que faz a presença do Estado uma condição *sine qua non* para que os sistemas financeiros e o desenvolvimento financeiro sejam funcionais ao desenvolvimento econômico. Deriva-se diretamente desta segunda constatação que os bancos de desenvolvimento, dentre as demais formas de intervenção estatal sobre o sistema financeiro, possuem papel relevante no desenvolvimento financeiro e na ampliação da funcionalidade dos sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico. Segue-se, portanto, no Tomo II, que conta somente com o Capítulo III, uma discussão sobre as formas de intervenção estatal sobre o sistema financeiro, sob o título de

políticas financeiras, e destaca-se as condições para a criação e manutenção de bancos públicos e de desenvolvimento como uma forma de ampliar a funcionalidade do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico. No Tomo III, segue-se a análise empírica específica do caso brasileiro no período pós-liberalização financeira, que se estende de 2000 a 2011. O Capítulo IV é responsável pela análise do caso do BNDES, enquanto o Capítulo V apresenta a análise para o BNB. Por fim, a conclusão sintetiza as principais ideias apresentadas ao longo da dissertação.



## **TOMO I: SISTEMAS FINANCEIROS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO**

A discussão sobre o papel dos bancos de desenvolvimento no desenvolvimento financeiro, proposta por esta dissertação, se situa dentro de um escopo mais geral, que abarca a relação entre sistemas financeiros, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico. Há relativo consenso entre economistas que o sistema financeiro possui influência relevante, seja ela positiva ou negativa, no processo de desenvolvimento econômico (Levine, 2004). Não se pode afirmar, contudo, que haja também um consenso em relação ao papel a ser exercido pelo Estado em meio a esta relação e, mais que isso, suas influências sobre cada qual dos três elementos mencionados.

Os próximos dois capítulos se dedicam a análise da relação mencionada e suas implicações, segundo duas perspectivas distintas. A primeira, essencialmente histórico-institucional e reunida no Capítulo I, buscará resgatar experiências de diferentes países, em diferentes períodos, sistematizando alguns estudos relevantes sobre o tema, de modo a traçar um pano de fundo para a segunda perspectiva. Esta, teórica, traz o foco do estudo para o campo da análise – na terminologia de Schumpeter (1981) – com vistas a traçar um panorama analítico sobre o tema “sistemas financeiros, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico”.

Algumas orientações metodológicas derivadas da história do pensamento econômico (HPE), tal como disciplina, são consideradas para a construção da sistematização teórica: parte-se de uma concepção de HPE que vai de encontro à visão tradicional, que sugere a idéia de acumulação progressiva do conhecimento econômico dentro de uma única linha teórica em economia (Malta et al., 2010: 7; Tolipan, 1988; Arida, 1996); optou-se por tomar por referência a metodologia da HPE crítica (Malta et al., 2010), onde a noção de ruptura teórica e a visão de que as teorias espelham a história e a política à época de sua elaboração são

compartilhadas<sup>3</sup>. O desenrolar das seções do capítulo teórico (Capítulo II) corresponderá, portanto, à seguinte lógica de exposição. De partida, questionaremos como os autores definem o fenômeno do desenvolvimento econômico, explorando as bases teóricas que sustentam tal definição. Em seguida, questionaremos qual o papel ou relação que o sistema financeiro, definido no corpo analítico de cada autor, possui com o fenômeno mencionado. Em outras palavras, buscaremos definir que canais relacionam os sistemas financeiros e o desenvolvimento econômico. Definidos estes canais, passaremos a explorar a forma pela qual o aprofundamento dos sistemas financeiros ou, em outros termos, mais rigorosos, o desenvolvimento financeiro se relaciona com o fenômeno do desenvolvimento econômico. Neste ponto, a derivação de uma definição de desenvolvimento financeiro dentro do escopo de cada autor torna-se não apenas inevitável, mas necessária. Desta definição, passamos a explorar as formas pelas quais este desenvolvimento financeiro pode ser perseguido, traduzidas essencialmente na discussão de políticas financeiras. Este último tema, contudo, será foco do Tomo II, que tratará das políticas financeiras propriamente ditas.

---

<sup>3</sup> Além disso, vale notar que o exposto no presente capítulo pertence muito mais ao campo da história da análise econômica, no corte proposto por Schumpeter. Como aponta Bielschowsky (1988 apud Malta et alli, 2010: 4), a história da análise econômica “se refere à história da ‘evolução’ dos modelos analíticos de base para a teoria econômica.” Conjugua-se a esta análise elementos constituintes da história dos sistemas de economia política – recorte igualmente feito por Schumpeter –, concebida a partir das proposições de política econômica derivadas de cada corpo teórico.

## CAPÍTULO I. PERSPECTIVA HISTÓRICA SOBRE SISTEMAS FINANCEIROS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

*“Avulsos são eles, mas não vieram parar aqui como passageiros que acertam de entrar na mesma hospedaria. São pessoas de uma só família, que a obrigação do pai fez sentar à mesa.”*

Machado de Assis, Papéis Avulsos (1882)

Olhar para o tema “Sistemas Financeiros, Desenvolvimento Financeiro e Desenvolvimento Econômico” sob uma perspectiva histórica é uma decisão metodológica, que visa tornar mais claros os aspectos discutidos dentro do corpo analítico proposto nas teorias formuladas e que serão exploradas no próximo capítulo. Tais teorias sucederam as experiências históricas relatadas aqui em cerca de um século. Ou seja, durante uma época relevante de florescimento dos sistemas financeiros e de seu desenvolvimento, bem como da interconexão destes fenômenos com o desenvolvimento econômico, nenhum corpo teórico orientou os caminhos seguidos pelas diferentes nações. Esta condição é muito diferente do que observamos nos últimos anos, em especial, a partir da década de 1980, quando o processo de liberalização financeira pôs em prática ideias formalizadas e teorias que foram desenvolvidas ao longo da década de 1970. Imprimir esse olhar sobre o tema, portanto, se revela uma opção fértil, especialmente para guiar a discussão futura sobre políticas financeiras e, principalmente, sobre bancos de desenvolvimento. Assim, este capítulo buscará resgatar diversas experiências históricas, abarcando um longo período, que passa da Revolução Industrial datada de 1780<sup>4</sup> até a primeira década do século XXI. Ao longo de todo este período, buscou-se montar um “catálogo” de experiências distintas: em algumas, o sistema financeiro e seu desenvolvimento foram importantes para o processo de desenvolvimento

---

<sup>4</sup> É somente a partir desta data que os sistemas financeiros passam a apresentar um grau relevante de aprofundamento. A periodização da Revolução Industrial segue o indicado no trabalho de Crafts *et alli* (1990).

econômico direta e/ou indiretamente; em outras tais elementos representaram importantes limitações ou mesmo foram danosos a este processo. Avulsas são estas experiências, mas tal como descrito na epígrafe deste capítulo, as mesmas são obrigadas a sentar à mesma mesa, para orientar um corpo único de discussão.

Cabe ressaltar que as experiências relatadas obedeceram necessariamente uma lógica de escolha. Em cada período voltou-se para as nações e regiões que experimentaram crescimento e desenvolvimento econômicos mais vigorosos – e.g., os países europeus durante o século XIX, os países emergentes durante a segunda metade do século XX – ou que foram marcadas por crises econômicas e financeiras e/ou estagnação.

É importante ressaltar também que o papel exercido pelo Estado está no cerne da discussão levantada. As formas pelas quais o Estado esteve presente nos sistemas financeiros e nos processos de desenvolvimento de cada nação em cada momento histórico também são relevantes para explicar os diferentes graus de funcionalidade dos distintos sistemas financeiros às distintas experiências de desenvolvimento econômico.

Remontando à história propriamente dita, a experiência da Grã-Bretanha durante o período da Revolução Industrial é tida como nosso marco inicial e é para ela que nos voltamos agora.

### **I.1. Os mercados financeiros como catalisadores do desenvolvimento: a Grã-Bretanha dos séculos XVIII e XIX**

A Grã-Bretanha gozou de condições únicas que, reunidas, levaram à sua industrialização pioneira, em meio a um processo de evolução gradual não verificado em qualquer outra nação em semelhante época (Gerschenkron, 1962; Sylla & Toniollo, 1989).

Este processo se desencadeou a partir de dois grupos de fatores. Em primeiro lugar, a partir da transformação da forma de remuneração dos trabalhadores de unidades produtivas

denominadas de “merchant-organised systems, combining rural and urban labour” segundo a taxonomia de Parker (1984: 15-18), numa classe assalariada. A gradual e crescente pressão de uma classe assalariada recém nascida sobre mercados fragmentados, caracterizando o que De Vries (1994) chamou de “revolução industriosa”, criou os elementos básicos para a industrialização britânica do lado da demanda.

Em segundo lugar, e pelo lado da oferta, a experiência britânica no comércio local e internacional ao longo do tempo levou o empresariado inglês a desenvolver habilidades gerenciais e um espírito empreendedor de modo que “there was [...] a pool of entrepreneurs ready and willing to seize new opportunities for the expansion of existing enterprises or the creation of new ones”. (Diamond, 1957: 19)<sup>5</sup>.

A conjunção destes dois grupos de fatores, de demanda e oferta, fomentou a expansão gradual das pequenas unidades produtivas caracterizadas acima, fazendo com que atingissem o status de pequenas firmas industriais britânicas. Em outras palavras, o pioneirismo traduzido no caráter gradual do desenvolvimento na ilha implicou uma característica marcante do caso inglês: a fragmentação das unidades produtivas. As pequenas unidades ganharam tamanho somente conforme a própria industrialização se desenrolava.

Nesse contexto, a produção e os investimentos eram financiados principalmente com recursos acumulados nas próprias firmas. O sistema financeiro, essencialmente privado, se desenvolveu a reboque do lado real da economia britânica. Seu papel mais relevante esteve relacionado à criação de moeda e à disseminação da monetização na economia britânica, como apontado por Cameron (1967a).

Destaca-se que os bancos ingleses – em especial, os *country banks* – tiveram importância na emissão de notas bancárias que serviam como quase-moedas nas sociedades

---

<sup>5</sup> Gerschenkron (1962: Cap. 3) discute mais a fundo a relação entre o “espírito empreendedor” e o processo de industrialização.

locais, servindo especialmente para o pagamento de salários. Como colocado por Cameron (1967a: 41):

“Given the inelastic supply of the precious metals, one of the most important functions of the banking system was that of providing an increased supply of the means of payment to meet the rapidly increasing demand for money associated with industrialization, higher incomes, and the ‘monetization’ of the entire economy”.

O autor argumenta, assim, que esta função foi um importante estímulo à industrialização, sem, contudo, avaliar este processo como um elemento desencadeador da industrialização inglesa.

Desta primeira função, derivou-se outra: com a ampliação da demanda por moeda, os bancos ingleses passaram a atuar na concessão de créditos de curto prazo, provendo capital de giro (*working capital*) para a operação das firmas inglesas. Neste sentido, Cameron (*idem*: 54) reconhece que “the typical country bank was not primarily a broker between lenders (depositors) and borrowers, but an ‘engine of credit’, however puny, pumping out a stream of new money”. Este papel é relevante, pois permitiu que as firmas financiassem suas despesas correntes (i.e., seu consumo) com os recursos emprestados e acumulassem seus recursos próprios para a realização de investimentos e sua expansão.

O mercado de capitais, em seu turno, pode ser considerado como relativamente profundo desde o final do século XVIII, mas principalmente a partir de meados do século XIX. Contudo, a esta época, este mercado era dominado por títulos públicos. As emissões privadas até existiam, principalmente em bolsas regionais, mas se destinavam basicamente a firmas já estabelecidas, com algum tamanho – caso, por exemplo, das ferrovias, que tiveram as emissões de ações como fundamentais ao seu financiamento (Allen et. al, 2010). Vale notar, ainda, que ao longo do século XIX, especialmente na segunda metade, inúmeras crises financeiras assolaram o mercado de capitais inglês. Mesmo no século XVIII há registros de crises. Em especial, Cameron (1967a) e Bordo (2003) apontam os anos de 1825, 1847-8, 1866, 1873-9 e 1890-7 como anos marcados por crises financeiras mais ou menos intensas,

que por vezes transbordaram para o lado real da economia inglesa<sup>6</sup>. Desse modo, pode-se afirmar que *ao longo do processo de industrialização* da Inglaterra, o mercado de capitais teve papel coadjuvante (Allen et. al, 2010: 11-2).

Destarte, ainda que o sistema financeiro britânico não possa ser tomado como o elemento causador da industrialização e do desenvolvimento econômico britânico, deve ser reconhecida sua relevância como *agente catalisador* destes processos<sup>7</sup> – ou seja, é com o aprofundamento dos mercados financeiros que a industrialização ganha fôlego.

Vale notar que, no desenrolar do desenvolvimento financeiro inglês, o Estado assumiu papel secundário, ficando a cargo dos bancos privados a responsabilidade principal de monetizar e financiar o giro da produção, conforme lhe era demandado. A singularidade da experiência inglesa está, assim, relacionada ao papel do mercado como estrutura de governança que conduziu o processo de desenvolvimento econômico e financeiro inglês, sendo este último processo condicionado pelo primeiro. O papel do sistema financeiro escocês no desenvolvimento e industrialização da Escócia, salvaguardadas algumas especificidades regionais, se assemelhou ao presenciado na Inglaterra, o que permite a generalização da experiência inglesa para a experiência britânica de modo adequado<sup>8</sup>.

O pioneirismo e o relativo sucesso britânico em sua industrialização colocava às outras nações um desafio. Para algumas esta pressão foi suficientemente intensa para gerar respostas imediatas, enquanto em outras foi mais modesta, gerando respostas mais tardias conforme esta pressão se acumulava e expandia. O desafio posto era claro: como atingir o grau de industrialização e desenvolvimento britânico, um processo que se desenrolou gradualmente ao longo de dois séculos, num curto período de tempo?

---

<sup>6</sup> Sobre a crise de 1825, ver Fetter (1967). Sobre a crise de 1873-9, ver Musson (1959) e, por fim, sobre a crise do final do século XIX, de 1890-7, ver Mitchener e Weidenmier (2007).

<sup>7</sup> Allen *et alli* (2010: 13), contudo, apontam que “there can be no growth without the prior development of finance”, sugerindo que o desenvolvimento prévio do sistema bancário-financeiro inglês foi condição fundamental para a eclosão da Revolução Industrial.

<sup>8</sup> Sobre o caso escocês em específico, ver Cameron (1967b).

A resposta das outras nações a este desafio assumiu várias formas, mas, generalizando, se resumiu à criação e ao desenvolvimento de instituições que servissem como “substitutas” aos chamados pré-requisitos à industrialização britânica<sup>9</sup>. O termo “substitutas” aparece entre aspas na afirmativa acima, pois a interpretação de Gerschenkron vai de encontro à interpretação de outras correntes, que identificam um único conjunto de pré-condições necessárias à industrialização dos diversos países, aceitando implícita ou explicitamente a visão de que o processo de industrialização e desenvolvimento econômico é caracterizado por um grau elevado de generalidade. Notadamente, os autores destas correntes freqüentemente reconhecem as seguintes condições, com maior ou menor ênfase a certas condições, como necessárias ao processo de industrialização: “a large politically and economically unified territory; a legal system assuring the rights of the individual and the satisfactory protection for property; [...] availability of capital for long-term investment; [...] and so forth and so on” (Gerschenkron, 1962: 32). Gerschenkron, no entanto, enxerga nesta interpretação uma confusão dos autores destas correntes entre o que se desenvolveu ao longo do processo de industrialização e o que é um pré-requisito *de facto* – em especial no que se refere à disponibilidade de capital para financiar os investimentos de longo prazo. Segundo o autor, apenas um pequeno número de condições podem se colocar como efetivamente necessárias à

---

<sup>9</sup> Os pré-requisitos necessários aparecem em aspas na afirmativa acima, pois a interpretação de Gerschenkron vai de encontro à interpretação de outras correntes, que identificam um único conjunto de pré-condições necessárias à industrialização dos diversos países, aceitando implícita ou explicitamente a visão de que o processo de industrialização e desenvolvimento econômico é caracterizado por um grau elevado de generalidade. Notadamente, os autores destas correntes freqüentemente reconhecem as seguintes condições, com maior ou menor ênfase a certas condições, como necessárias ao processo de industrialização: “a large politically and economically unified territory; a legal system assuring the rights of the individual and the satisfactory protection for property; [...] availability of capital for long-term investment; [...] and so forth and so on” (Gerschenkron, 1962: 32). Gerschenkron, no entanto, enxerga nesta interpretação uma confusão dos autores destas correntes entre o que se desenvolveu ao longo do processo de industrialização e o que é um pré-requisito *de facto* – em especial no que se refere à disponibilidade de capital para financiar os investimentos de longo prazo. Segundo o autor, apenas um pequeno número de condições podem se colocar como efetivamente necessárias à industrialização – por exemplo, a eliminação da escravidão (*ibidem*: 35) –, tendo os chamados “pré-requisitos” se desenvolvido ao longo do processo de industrialização vivenciado ou mesmo como um produto deste próprio processo. Assim, pode-se afirmar que não existe um único conjunto de pré-condições à industrialização. Pelo contrário, o que Gerschenkron argumenta é que as condições necessárias à industrialização podem apresentar diversas formas. Em outros termos, os tão chamados “pré-requisitos” são passíveis de substituição, o que envolve a criação de arquiteturas institucionais que direcionem os processos de industrialização e de desenvolvimento econômico à rota escolhida por cada nação.



industrialização – por exemplo, a eliminação da escravidão (*ibidem*: 35) –, tendo os chamados “pré-requisitos” se desenvolvido ao longo do processo de industrialização vivenciado ou mesmo como um produto deste próprio processo. Assim, pode-se afirmar que não existe um único conjunto de pré-condições à industrialização. Pelo contrário, o que Gerschenkron argumenta é que as condições necessárias à industrialização podem apresentar diversas formas. Em outros termos, os então chamados “pré-requisitos” são passíveis de substituição, o que envolve a criação de arquiteturas institucionais que direcionem os processos de industrialização e de desenvolvimento econômico à rota escolhida por cada nação. Dentre estas arquiteturas institucionais o sistema financeiro, de modo mais geral, e os bancos, de modo específico, tiveram notado destaque. Nas nações relativamente atrasadas à época, os sistemas financeiros funcionaram como estruturas de governança<sup>10</sup> que substituíram o mercado na condução dos processos de industrialização e desenvolvimento econômico.

## **I.2. O sistema financeiro condutor do desenvolvimento: Bélgica, Alemanha e Europa continental no século XIX**

A primeira experiência flagrante desta “substituição” foi a Bélgica no início do século XIX. A industrialização belga se aprofunda principalmente após 1830, quando eclode a revolução que transformou a Bélgica numa nação independente (Cameron, 1967d: 130). As raízes deste processo de industrialização, contudo, foram fincadas anteriormente, com a criação da *Algemeene Nederlandsche Maatschappij ter begunstiging ban de Volks-slijt* (Sociedade dos Países Baixos para Favorecer a Indústria Nacional), popularmente conhecida como *Société Générale*, em 1822 pelo rei William I (Cottenier *et al.*, 1989)<sup>11</sup>.

A *Société Générale* foi criada com o status de um banco privado, mas com um peso relevante do governo em sua constituição, já que o rei detinha cerca de 80% das ações à época

---

<sup>10</sup> Ver Williamson (1975) e Harley (1989).

<sup>11</sup> Os distintos nomes atribuídos a *Société Générale* refletiam a condição da Bélgica pré-revolucionária, onde se alternava o domínio francês com o holandês. William I, por exemplo, era do *United Kingdom of the Netherlands*.

de sua criação<sup>12</sup>. Ainda, como apontado por Laureyssens (1985: 125), “According to Demoulin [(1938)], he [William I] considered banks to be ‘des créations para-étatiques,’ institutions that are the state's ‘helpmates’ whether they are owned and managed privately or not.” Este caráter para-governamental, por assim dizer, era refletido também nos objetivos da instituição: “The stated purpose of the bank was to ‘contribute to the progress, development, and prosperity of agriculture, manufactures, and commerce’ of the Belgian provinces.” (Cameron, 1967d: 132).

A *Société Générale* foi estruturada como um primeiro protótipo de banco universal, que poderia atuar nas duas pontas do sistema financeiro, o mercado de crédito e o mercado de capitais, além de, inicialmente (até 1851), emitir moeda:

“According to its statutes it could issue banknotes payable in specie on demand, discount bills of exchange and other commercial paper, accept deposits and make payments to order against them, and make advances on public and private securities, bullion, merchandise, and real property. The bank could also issue its own interest-bearing bonds at short or long date, and administer for its own account (including sale or alienation) certain royal domains granted to it in return for annuities to the king’s civil list and bureau of amortization” (*ibidem*).

Tal afirmativa já aponta para a existência de algum grau de desenvolvimento dos mercados financeiros na Bélgica, em função da diversidade de instrumentos mencionada. A estrutura existente, contudo, era insuficiente para dar impulso à industrialização belga em função da dificuldade de acesso pelas empresas. Somente com a criação da *Société Générale*, cuja atividade promocional tem início em 1828, mas ganha ímpeto de forma relevante a partir de 1830, o sistema financeiro belga ganha força – ainda mais se considerarmos que o *modus operandi* da *Société Générale* foi fielmente reproduzido por outras instituições, com flagrante destaque para o *Banque de Belgique*, que iniciaram suas operações a partir de 1830.

Diferentemente do caso da Grã-Bretanha, a industrialização belga não foi um processo que surgiu como um resultado da uma revolução “industrial” que gestou gradualmente a

---

<sup>12</sup> Esta conta foi feita tendo como referência os dados de Chlepner (1926: 124 *apud* Cameron et al., 1967: 132).

produção fabril e a consolidação da indústria baseada em unidades fragmentadas. A industrialização belga não foi um processo conduzido pelo mercado, mas sim conduzido por uma estrutura de governança: o sistema financeiro, com relevância da participação do governo neste processo, por trás da elite que controlava efetivamente os bancos (estaria presente assim a ideologia industrializadora, como aponta Gerschenkron, 1962: Cap. 1-2).

Como bem ressalta Cameron (1967d: 145), o sistema financeiro belga:

“did not respond passively to demands for credit, but actively sought new firms, underwrote their stock issues, financed potential stockholders, held stock in their own names, placed their officers on the boards of directors of the companies they promoted, and ministered to the companies’ needs for both working capital and new capital for expansion.”

Neste processo, os bancos belgas, liderados pela *Société Générale*, avançavam recursos, principalmente, de longo prazo para a indústria por meio de dois principais instrumentos: a concessão de crédito de longo prazo (que na prática era uma espécie de crédito de curto prazo rotativo perene) e a aquisição de títulos, de dívida e propriedade, das firmas belgas – ao longo do tempo, a *Société Générale* se especializou nesta última forma de operação. Vale notar, que diferentemente do caso britânico, as empresas belgas possuíam um tamanho muito maior, respondendo à “necessidade de grandeza” (*need for bigness*) para realizar o *catching-up* em relação à Grã-Bretanha também destacada por Gerschenkron (1962: Cap. 1-2).

A monetização da economia e o crédito de curto prazo, por sua vez, só ganham ímpeto depois do relativo avanço industrial ocorrido entre as décadas de 1830-40 e da criação do *Banque Nationale de Belgique* que passou a ter o monopólio (na prática) de emissão, bem como do nascimento de uma série de outros bancos pequenos, que passaram a se concentrar nas atividades de provisão de capital de giro.

A soma de todos estes elementos levou a Bélgica a um período longo de crescimento econômico acelerado e industrialização intensa. Com isso, em torno de 1870, a Bélgica era o país mais industrializado da Europa continental, bem como possuía o sistema financeiro mais

desenvolvido (Cameron, 1967d). É notável, portanto, o papel fundamental do sistema financeiro e de seu desenvolvimento – tendo o governo, de certa forma, estado por trás de tal fato – no processo de desenvolvimento econômico belga.

Papel semelhante ao do sistema financeiro belga é exercido pelo sistema financeiro na Alemanha a partir da segunda metade do século XIX. Os bancos universais alemães reproduziram e, de certo modo, aprimoraram as práticas da *Société Générale* belga<sup>13</sup>, passando a combinar a criação de moeda e monetização da economia com a concessão de créditos de curto prazo e o avanço de recursos de longo prazo, atuando igualmente nas duas pontas do sistema financeiro (Tilly, 1967; Fohlin, 2007; Allen *et alli*, 2010).

O papel do Estado, no caso alemão, foi relevante para permitir a extensão do modelo belga a partir de 1850, quando a flexibilização monetária é posta em prática<sup>14</sup>. É importante ressaltar que, mais do que o caso belga entre 1830-70, é o caso alemão entre 1850-70 que é tomado por referência no trabalho seminal de Gerschenkron (1962), no qual o autor destaca a relevância dos sistemas financeiros como substitutos de determinadas condições e instituições presentes nos países avançados à época, porém ausentes em países de relativo atraso econômico, em vistas ao processo de industrialização – até então sinônimo de desenvolvimento econômico.

Ainda, Gerschenkron generaliza esta experiência para uma série de países da Europa continental à época, tais quais Itália, Áustria, Suíça, dentre outros (Gerschenkron, 1962; Sylla & Toniollo, 1989). Nos termos de Diamond (1957: 26), os sistemas financeiros nos países atrasados da Europa continental atuavam como: “planners, entrepreneurs, financiers and often managers,” sendo fundamentais na superação do atraso econômico destes países ao longo do final do século XIX. Mais do que meros catalisadores, os sistemas financeiros foram

---

<sup>13</sup> De forma mais rigorosa, os bancos alemães reproduziram as características do *Crédit Mobilier* francês, instituição mencionada abaixo, que também teve inspiração da *Société Générale*.

<sup>14</sup> A partir de 1850 o Banco da Prússia – vale lembrar que a Alemanha à esta época ainda não era unificada – flexibiliza as normas para conversão monetária.

condutores dos processos de desenvolvimento econômico nas referidas nações e o desenvolvimento financeiro das mesmas um fator fundamental no desenrolar destes processos.

### **I.3. Sistema financeiro, Estado e desfuncionalidade ao desenvolvimento econômico: a França da primeira metade do século XIX**

A França era ao final do século XVIII e início do século XIX o país com condições mais semelhantes às apresentadas pela Grã-Bretanha – mais que isso, a França podia ser considerada a nação mais rica na Europa, bem como contava com o maior contingente populacional. Ainda que alguns autores não a considerem propriamente atrasada em relação à Grã-Bretanha (O'Brien & Keyder, 1978; Cameron & Freedeman, 1983), fato é que o aprofundamento da industrialização francesa se deu em momento posterior – a partir da metade do século XIX (Cameron, 1967c).

Assim como na Grã-Bretanha, a trajetória prévia de desenvolvimento comercial dotou, de um modo geral, os empresários franceses de habilidades empresariais de modo que, como colocado por Cameron (1967c: 113), “there is a little if any reliable evidence of a marked ‘shortage’ of [...] entrepreneurial talent [...]. The figures [...] are indicative of heightened awareness of the possibilities of new enterprise and a desire to capitalize on them”. Além disso, a França compartilhava também com a Grã-Bretanha o fato das unidades produtivas serem fragmentadas. Como aponta Diamond (1957: 23), “at the turn of the nineteenth century the French entrepreneur was typically a small businessman”.

Contudo, diferentemente da Grã-Bretanha, o sistema financeiro francês foi pouco funcional à monetização da economia e provisão de crédito de curto prazo. O mesmo pode-se dizer em relação à provisão de recursos de longo prazo. Como colocado por Diamond (*ibidem*) “The main problem was the shortage of working capital for industry, which limited

the rate of expansion of output and kept firms under constant financial pressure.” Esta situação, por sua vez, era determinada diretamente pelas políticas perseguidas pelo governo francês e pelo *Banque de France*.

O *Banque de France* foi criado em 1800 em meio a reestruturação da *Caisse de Comptes Courants*, como resposta às necessidades de financiamento do governo francês após o golpe de estado de Napoleão (Cameron, 1967c: 102). A característica mais relevante do *Banque de France* para nossa análise é que o monopólio da emissão de meios de pagamento esteve sob sua guarda até a lei de 1865, que passou a reconhecer a moeda criada pelos bancos como válida (ainda que sob inúmeras restrições: *idem*, p. 118-9). Neste sentido, Cameron (*idem*: 121) aponta que:

“The immediate cause of the scarcity of short-term credit is to be found in the conditions under which such credits were granted. The Bank of France, the only institution with the power to create generally acceptable means of payment, did so sparingly and on terms which effectively proscribed the use of short-term credit for development purposes.”

As condições impostas pelo *Banque de France* eram tais que a grande maioria do empresariado francês sequer tinha acesso a seus recursos. Daí resultou que “[the] lack of easy access to short-term credit for working capital condemned [the French small industrialists] to remain small, and eventually bred the psychological outlook associated with petty capitalism” (*idem*: 115).

Tal situação não impediu que houvesse alguma expansão da indústria francesa, pois o reinvestimento dos lucros serviu de fonte de recursos para os investimentos. Mas, como estes recursos tinham que ser mobilizados também para “girar” a produção, o ritmo em que este processo de industrialização ocorreu foi extremamente lento – o que justifica, em parte, o atraso francês em relação à Grã-Bretanha e o fato desta ter ultrapassado a França em termos de riqueza e riqueza *per capita* em meados do século XIX (*idem*: 100-1).

Neste ponto da argumentação, vale retomar um aspecto do argumento original de Gerschenkron. O autor (1962: 11) coloca que:

“Only when industrial development could commence on a large scale did the tension between the preindustrialization conditions and the benefits expected from industrialization become sufficiently strong to overcome the existing obstacles and to liberate the forces that made for industrial progress. This aspect of the development may be considered in terms of [...] challenge and response. [...] The challenge, that is to say, the ‘tension’, must be considerable before a response in terms of industrial development will materialize.”

A percepção de que o atraso francês era relativamente pequeno pode ter gerado na elite e no Estado francês uma pressão pela industrialização e pelo desenvolvimento econômico de pouca intensidade e, conseqüentemente, não demandou destes agentes uma resposta adequada para fazer frente ao avanço britânico – em outras palavras, estes agentes podem ter se mantido confortáveis com o *status quo*, mesmo após a Revolução de 1848. Assim, pode não ter sido criada uma “ideologia industrializadora” e muito menos a noção de que o fomento do desenvolvimento de um sistema bancário-financeiro poderia ser uma efetiva resposta ao atraso que se materializava.

Essa percepção, contudo, não era compartilhada por todos os setores da sociedade francesa, o que fez com que respostas fossem geradas de forma descoordenada e com uma abrangência limitada, principalmente após a Revolução. A primeira grande tentativa de lidar com o atraso francês foi tocada pelos irmãos Pereire, com a criação da *Société Générale de Crédit Mobilier* em 1852. Esta instituição visava reproduzir as características da *Société Générale* belga, constituindo uma inovação no *modus operandi* dos bancos franceses. A capacidade de mobilizar recursos para financiar os investimentos necessários e o ímpeto gerado pela atividade promocional do *Crédit Mobilier* foi capaz de dar início a um ciclo de investimentos mais intenso, mas que foi dissipado rapidamente. Em 1867, após 15 anos de operação, o banco foi a colapso em meio a uma crise financeira – um resultado também devido ao conflito com os representantes da “velha riqueza”, notadamente os Rotschild e o *Banque de France*, no qual esteve envolvido desde o início (Gerschenkron, 1962: 12-3; Cameron, 1953; Cameron, 1967c: 108).

No caso francês, portanto, o sistema financeiro não parece ter tido relevância significativa à industrialização em grande parte do século XIX. O papel do Estado, nesse sentido, também foi fundamental, mas de uma forma alternativa. Ao invés de estimular a criação de um sistema financeiro que funcionasse como uma estrutura de governança alternativa ao mercado e conduzisse o processo de desenvolvimento francês como ocorrido na Bélgica, Alemanha e demais países do continente, o Estado atrofiou a expansão do sistema financeiro francês. Como aponta Cameron (*ibidem*: 127), “the root cause of these deficiencies lay in the monopolistic position of the Bank of France and in the restricted vision and inflexible attitudes of the men who controlled its destinies”.

Nessa situação, o sistema financeiro francês foi pouco funcional ao desenvolvimento desta nação no período analisado, representando um entrave ao processo de industrialização mais acelerada. Ainda que algumas instituições específicas, em períodos restritos, buscassem atuar financiando investimentos de longo prazo, seu sucesso foi limitado.

#### **I.4. A dualidade desenvolvimento financeiro e crise: os Estados Unidos do século XIX a 1929**

A relevância dos sistemas financeiros no desenvolvimento econômico perpassa as fronteiras européias. Fora do velho continente, contudo, tal relação se desenvolveu numa dinâmica diferenciada. Como aponta Sylla (1989: 59), “[o]nly in a limited way, however, do these non-European cases fit into the pattern Gerschenkron found in Europe.” Segundo este autor, os Estados Unidos da América (EUA) seriam um dos principais casos onde o sistema financeiro teria tido um importante papel no desenvolvimento econômico. Como ele argumenta em Allen *et al.* (2010: 13): “The U.S. provides perhaps the leading historical example of finance-led economic growth.” Neste escopo, o caso americano pode ser entendido num contexto mais geral:



“The most successful economies of modern, and perhaps earlier, economic history appear to have had ‘financial revolutions’ that created innovative financial systems before they became leading economies. This suggests that good financial systems may have played a causal role in economic modernization.” (Sylla, 2002: 277).

Com efeito, esta relação pode ser derivada das experiências de algumas nações centrais, como visto acima, mas necessita de qualificações. A “revolução financeira” que marcaria o desenvolvimento econômico americano data de 1790. Nesta época, os Estados Unidos teriam sido marcados pela emergência de um sistema financeiro moderno e articulado, de modo que a partir deste momento, “[t]he U.S. economy experienced sustained and gradually accelerating real per capita growth rates of 1-2 percent per year for the next two centuries (Allen *et al.*, 2010: 13).”

Num primeiro momento, pode-se associar a experiência americana à experiência britânica, onde o sistema financeiro cumpriu papel de catalisador do desenvolvimento. Esta semelhança se coloca principalmente na primeira metade do século XIX. Tal como os *country banks* britânicos, os *state banks* americanos atuaram na monetização e na concessão de crédito à pequena firma emergente americana (Sylla, 1972; Lee e Passell, 1979: Cap. 6; Allen *et al.*, 2010). A facilidade de abrir as portas de novas firmas na economia americana também teve seu papel no desenvolvimento econômico e, a reboque, financeiro:

“As of 1790, there were fewer than 30 business corporations in the U.S. A decade later there would be 300. By 1860 the states had chartered some 25-30,000 corporations, and that impressive total would rise ten-fold by the early 20th century. The comparative ease of forming corporations was a distinctive feature of U.S. financial and economic development.” (Allen *et al.*, 2010: 16).

O ritmo de expansão das finanças nos EUA, contudo, se deu de forma relativamente mais acelerada do que na Grã-Bretanha a partir da segunda metade do século XIX. Os bancos, no contexto do Sistema Bancário Nacional institucionalizado em 1864,

“served to gather funds from every part of the economy and to concentrate those funds in leading financial centers. [...] In this manner, funds nominally available for only the shortest of times helped to finance the long-term capital needs of industry and transportation.” (Sylla, 1972: 256)

Esta acelerada expansão financeira dos EUA fica mais clara quando olhamos para o grau de profundidade do sistema financeiro americano. Michie (2003: 52) aponta que ao final do século XIX e início do século XX, o tamanho do sistema bancário americano era comparável somente aos sistemas bancários de Grã-Bretanha, França e Alemanha somadas. O mercado de capitais americano, por sua vez, era o maior mercado de capitais do mundo: em termos de capitalização relativa ao total dos mercados de capitais relevantes, o mercado americano representava 22% do total; os mercados britânico, francês e alemão somados correspondiam a 27% (Dimson *et al.*, 2002: 21).

Desta discussão depreende-se que o sistema financeiro americano não apenas mimetizou, mas, principalmente, amplificou o experienciado na Grã-Bretanha ao longo do século XIX. Com o desenvolvimento financeiro americano, os EUA assumem paulatinamente o posto de centro financeiro mundial, bem como o desenvolvimento econômico associado a industrialização americana lhe confere uma posição cada vez mais privilegiada na arena mundial. Como defende Wilkins (1989), é a própria posição de centro financeiro que contribui para a ascensão dos EUA como principal potência no pós-Primeira Guerra Mundial.

A grande marca do desenvolvimento financeiro americano é seu caráter desregulamentado, autônomo em relação às amarras do Estado. Em outras palavras, o processo de desenvolvimento financeiro americano foi conduzido essencialmente pelo mercado:

“From the 1790s into the 20th century, securities markets and stock exchanges were allowed to develop with minimal public oversight and regulation. These markets and the investment banking industry that developed along with them facilitated a number of investment booms that fostered economic growth.” (Allen *et al.*, 2010: 18).

O mesmo pode ser depreendido quando se olha para o segmento bancário, que só contou formalmente com um banco central, no sentido moderno do termo, a partir da criação do

Federal Reserve em 1913<sup>15</sup> e viveu em diversos estados sob a tutela da ideologia do “free banking” (Rockoff, 1974). Como apontam Lee e Passell (1979: 123), “[t]ypically, the law allowed anyone to set up a bank, provided they backed their note issue with securities kept on deposit with the state banking authority.”

Esta ausência de regulamentação tem como principal consequência a instabilidade que marcou a história americana: sucessivas crises financeiras interromperam com maior ou menor intensidade e duração o crescimento americano, dito “sustentado” por Sylla (Kindleberger e Aliber, 2005). O ano de 1792, por exemplo, é marcado por uma bolha especulativa relacionada à, na época, nova constituição americana. Ao longo do século XIX, por exemplo, podemos destacar as seguintes datas: 1819-22 (Rothbard, 1962), 1837-43 (Rousseau, 2002), 1857-9 (Calomiris e Schweikart, 1991), 1873-9 (Fels, 1949 e 1951) e 1893-7 (Stevens, 1984; Noyes, 1984; Reznick, 1953; Hoffman, 1956) – ver também Kindleberger e Aliber (2005). Os efeitos destas crises sobre o crescimento e desenvolvimento americano podem ser avaliados como deletérios, embora negligenciados na interpretação de Sylla (2002):

“The period from 1834 to 1843 encompassed the most serious recession before the Civil War (Temin, 1969). The Jacksonian era is identified by major investment and speculation in cotton, cotton land, and canals (1834–36). The boom was followed by a stock market crash and two banking panics (1837 and 1839), sovereign debt defaults by a number of states and, as noted, by one of the most serious recessions in history. Another serious episode that occurred in 1857 was associated with the crash of speculation in railroad stocks.” (Bordo, 2003: 4)

Tal evidência permite invalidar, portanto, a noção de crescimento contínuo e sustentado por um longo período proposta por Sylla, sem, contudo, rejeitar a relação entre finanças e crescimento sugerida pelo mesmo autor. De fato o sistema financeiro parece ter exercido importante papel no desenvolvimento americano, mas o modo como se desenvolveu

---

<sup>15</sup> Os EUA chegaram a contar com uma espécie de banco central, o *Bank of the United States*, em 2 momentos anteriores: entre 1791 e 1811; e entre 1816 e 1838 (*the Second Bank of the United States*). Ver Lee e Passell (1979: 112-7).

gerou também uma volatilidade significativa deste último processo. Um período de relativa estabilidade das taxas de crescimento ocorre somente do final do século XX ao início do século XXI (Gordon, 1986: 781-2).

O ápice da instabilidade financeira americana tem lugar em 1929, com o evento da Grande Depressão, quando o caráter deletério das finanças desregulamentadas se traduz num mergulho do setor real da economia americana, traduzido num longo período de desemprego massivo e retração da atividade econômica (ver Galbraith, 1954).

A título de síntese, há de se destacar a relevância do desenvolvimento financeiro americano para seu sucesso, desenvolvimento este que reproduziu e amplificou a experiência britânica ao longo do século XIX. Os EUA, contudo, conviveram também de forma mais intensa com inúmeras crises financeiras, num contexto de desenvolvimento financeiro desregulamentado. Se por um lado não é possível afirmar que tal instabilidade impediu o desenvolvimento econômico americano, por outro, é igualmente inegável a influência deletéria desta característica sobre a manutenção de uma trajetória de desenvolvimento sustentada a longo prazo. Como apontado em Allen *et al.* (2010: 22-3): “The U.S. almost from its inception was blessed with a modern, dynamic financial system. [...] Few blessings are unmixed.”

A ausência do Estado na evolução do sistema financeiro americano, marcada por inúmeras crises financeiras, abre precedente para avaliar o papel deste mesmo Estado no processo de desenvolvimento financeiro. Neste sentido, o pós-Segunda Guerra contém exemplos claros da relação entre Estado e desenvolvimento financeiro e da forma pela qual este se relacionou com o desenvolvimento econômico.

### **I.5. Sistema financeiro, Estado e desenvolvimento: o imediato pós-Guerra na Europa continental**

O pós Guerra (1945-70) marca uma época de reedificação do Estado e de sua participação ativa na vida econômica em diversos países centrais, considerados desenvolvidos e industrializados, com destaque para a Europa continental. Esta participação mais efetiva do Estado se derivou das necessidades de reconstrução colocadas pela destruição da 2ª Guerra e culminou numa fase de próspero crescimento e estabilidade destas economias. A presença do Estado se deu não somente na esfera real, mas também, e em grande escala, na esfera financeira. Como aponta Aghion (1999: 87):

“The demands for reconstruction after World War II triggered [a] wave of government-sponsored financial institutions. The German *Kreditanstalt für Wiederaufbau* KfW and the Japan Development Bank JDB are two major examples. Although originally intended to channel external funds for reconstruction, these institutions later evolved into long-term financial institutions.”

A criação e manutenção de diversos bancos públicos ou ditos de desenvolvimento se deu também em outros países da Europa continental (Diamond, 1957: 90-1): *Crédit National*, na França; *Industriekreditbank*, além do KfW, na Alemanha; *Istituto per La Ricostruzione Industriale*, *Istituto per lo Sviluppo Economico dell'Italia Meridionale*, *Istituto Mobiliare Italiano*, *Istituto Regionale per Finanziamenti Industriali Siciliani* e *Mediobanca*, na Itália; *Société Nationale de Crédit à l'Industrie*, na Bélgica; *A. B. Industriekredit*, na Suécia; *Den Norske Industribank*, na Noruega; *Maatschappij tot Financiering van het Nationaal Hersterl* (Herstelbank), na Holanda; e, *Organization for Financing Economic Development*, na Grécia.

Zysman (1983: 285), por sua vez, aponta diferentes estruturas dos sistemas financeiros, que condicionaram a forma de condução do processo de desenvolvimento econômico no pós-Guerra: sistema financeiro baseado em crédito com preços administrados; sistema baseado em crédito dominado pelos bancos; sistema baseado no mercado de capitais, com preços determinados pela competição livre. Segundo o autor, a influência dos diferentes

tipos de estrutura na resposta de cada país esteve relacionada ao modo pelo qual cada um deles permitiu, em maior ou menor medida, que as políticas definidas pelo Estado, incluindo aí a política industrial, fossem efetivamente executadas e tocassem a reconstrução e a retomada do desenvolvimento econômico das nações arrasadas pela guerra. De modo específico, Zysman (1983: Cap. 3; 251-66) avalia os casos francês e alemão, classificando-os, respectivamente, no primeiro e no segundo tipo de estrutura.

Em relação à França, a situação que se coloca no pós Guerra pode ser descrita como diametralmente oposta à que verificamos na primeira metade do século XIX. A posição de país mais “desenvolvido” do século retrasado deu lugar a uma situação de atraso relativo, especialmente ante os Estados Unidos (mas também em relação à Alemanha e Reino Unido). Outro traço distintivo, exaustivamente analisado por Zysman, é a relação que o Estado francês manteve com o sistema financeiro, criando uma estrutura de governança, que “substituísse” o mercado, com características que se assemelham à experiência belga ao longo do século XIX e à própria experiência do *Crédit Mobilier* francês, entre 1852 e 1867. Nos termos do autor (1983: 123):

“The French system of finance is credit based; that is, most external financing of private companies is arranged through borrowing from financial institutions rather than through the independent sale of securities. The market for bank loans (and loans from parapublic lenders) is maintained by government intervention. The result is the intimate set of ties between government, financial institutions, and firms”

Desenvolveu-se, portanto, uma rede entre Estado e sistema financeiro, principalmente, por meio de instituições semipúblicas – leia-se de capital privado, mas cuja administração respondia aos anseios do Estado e da política de desenvolvimento definida. Zysman dá destaque a, além do já mencionado *Crédit National*, o *Crédit Foncier*, a *Comptoir des Entrepreneurs* e a *Caisse Centrale de Crédit Hôtelier, Industriel et Commercial* como as principais instituições com a referida configuração. Respectivamente, cada qual atuava no financiamento de longo prazo industrial, imobiliário, da construção e para pequenas e médias

empresas. Além disso, o autor (1983: 118) enumera diversas agências públicas, bem como instituições de propriedade de consórcios e bancos de crédito de longo prazo que também faziam parte da rede estabelecida.

É importante ressaltar que o papel destas instituições não se restringia à mera concessão de empréstimos, mas envolvia um escopo maior de atuação. Por exemplo, Zysman (1983: 119) aponta que “the *Crédit National* is essentially an arm of the government, which it serves as an instrument for defining industrial policy, a means of mobilizing financial support, and a meeting ground on which to implement policies.” O mesmo se aplica, em maior ou menor grau, às demais instituições, permitindo enfatizar a coordenação promovida como o principal elemento da rede construída pelo Estado francês. Nesse caso, considerando a terminologia aplicada ao longo do capítulo, o *locus* da condução do processo de desenvolvimento econômico francês no pós-Guerra foi deslocado para os *boards* dos bancos em comunhão com a burocracia estatal. Isto permitiu a mobilização de recursos e sua inversão de acordo com objetivos traçados de forma coordenada e não a mercê dos desejos individuais descoordenados característicos do emprego do mercado em sua forma pura.

A implementação de estruturas de governança alternativas ao mercado também se deu na Alemanha Ocidental, guardadas as devidas proporções em relação à participação estatal neste processo. A Alemanha nunca extinguiu a rede financeira mantida previamente, bem como a base industrial cartelizada que lhe era característica (a despeito das tentativas engendradas no pós-Guerra de destruir tal estrutura). Zysman (1983: 265) argumenta que os laços entre bancos e indústria, descritos brevemente na seção I.2, foram, de certa maneira, mantidos, ainda que com alguma variação: “Although the banks are no longer giving orders, as they did in the era of industrialization, they are at least able to coordinate the activities of industry and government on both regional and sectoral industrial issues.” Destaca-se, a partir desta perspectiva que “[t]he banks as universal institutions have been able to play a major role

in the financing of the reconstruction effort after the last war and of the subsequent expansion of German industry.” (Vittas, 1978: 80 *apud* Zysman, 1983: 265).

Diferentemente do caso francês, contudo, o autor (1983: 260) argumenta explicitamente que “the government does not intervene in a detailed way to affect the allocation of credit, either by quantitative intervention or by manipulating the relative prices in the various financial markets.” Neste sentido, para Zysman, a condução do processo de desenvolvimento alemão sempre esteve em alguma medida nas mãos do mercado como instrumento de coordenação.

Grünbacher (2004: 259-64), contudo, aponta a constituição de bancos de desenvolvimento, em especial do KfW, como elemento soberano para a reconstrução e o *boom* do pós Guerra. Como o autor argumenta, o plano de reconstrução da Alemanha ocidental, acordado em Washington, só ganhou viabilidade real após o estabelecimento de uma arquitetura que pudesse canalizar os recursos, a serem obtidos no âmbito do Plano Marshall, para as indústrias e setores estratégicos. Nesse contexto, é inegável que uma participação ativa do Estado alemão se deu, em alguma medida.

Há reflexos da experiência alemã, mas principalmente da experiência francesa em outros países do continente. A Itália, neste sentido, é também um caso notável (Zamagni, 1998), mas esta lista se estende ao longo de todo o continente. O desafio que se colocava, ante a destruição causada pela guerra, foi mais que suficiente para gerar respostas que se colocavam no escopo da realização de amplos investimentos e de reedificação da infraestrutura industrial. No esforço da (re)industrialização, os bancos e o sistema financeiro se revelaram um importante braço do Estado, tendo sido uma comunhão entre as duas estruturas a principal guia do processo de desenvolvimento no período.



## **I.6. Estado, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico: o imediato pós-Guerra nos países Emergentes**

A maior participação do Estado nas decisões econômicas no pós Guerra encontrou espaço também, e principalmente, nos países subdesenvolvidos, de industrialização ainda incipiente. Considerando a hierarquia proposta por Gerschenkron na “escala” de desenvolvimento, diferente da maioria das economias europeias, destruídas, porém com uma base industrial minimamente definida, os países subdesenvolvidos se encontravam num abismo ante a posição americana e da própria Europa continental. Em outras palavras, o desafio colocado a estes países era substancialmente superior ao colocado à abatida Europa (especialmente se comparado à situação russa no século XIX, alvo de investigação de Gerschenkron). Tal situação refletia, numa escala ampliada, as mesmas condições descritas por Gerschenkron (1962: 14, grifos meus) para os países atrasados no século anterior:

“In a relatively backward country *capital is scarce and diffused*, the *distrust of industrial activities is considerable*, and, finally, there is greater *pressure for bigness* because of the scope of the industrialization movement, the larger average size of plant, and the concentration of industrialization processes on branches of relatively high ratios of capital to output. To these should be added the *scarcity of entrepreneurial talent* in the backward country.”

Vale reiterar que esta situação não seria de certo uma situação “absoluta”, mas uma questão de grau, passível de superação por cada nação. Contudo, no pós-Guerra, a discrepância observada entre as nações subdesenvolvidas e os países centrais era colossal.

Se, por um lado, do ponto de vista da incerteza, o fato de os países centrais já terem traçado um caminho em termos de trajetórias tecnológicas e de desenvolvimento atenuava as incertezas inerentes ao processo de desenvolvimento econômico, por outro, a falta de “talento empresarial” (*entrepreneurial talent*) e, em especial, de *animal spirits* do empresariado, dificultava a superação desta situação. Do ponto de vista do financiamento, a pressão pelo investimento em grandes plantas (*pressure for bigness*), de maior intensidade tecnológica, criava uma demanda imensa por recursos que os sistemas financeiros subdesenvolvidos não

eram capazes de prover. Além disso, esse quadro demandava uma capacidade significativa de coordenação e mobilização destes recursos.

É neste contexto que o Estado assumiu deliberadamente a tarefa de planejar, articular e promover o desenvolvimento econômico em várias destas economias, tendo como norte, num primeiro momento, o aprofundamento do processo de industrialização (Cárdenas *et alli*, 2000; Chang, 2003; Halevi, 1998; Woo-Cumings, 1999) – de fato, em muitos países, bases industriais mais sólidas ainda estavam para ser erigidas. A vultuosa quantidade e a variedade de investimentos exigidas – associadas, inevitavelmente, a elevados prazos de maturação – foram assumidas pelo Estado, que atuou, direta ou indiretamente, na mobilização e coordenação entre os agentes, desenvolvendo *arquiteturas institucionais*, que atuassem na provisão de recursos para financiar os investimentos adequadamente (em termos de volume e prazo) e, simultaneamente, pudessem atuar como órgãos formuladores, planejadores e articuladores da política de desenvolvimento elegida.

A intervenção estatal se manifestava em várias esferas e surgiu a partir de uma série de opções de políticas específicas, em especial de regulamentação das atividades do sistema financeiro, moldadas inicialmente em países desenvolvidos como resposta à Grande Depressão e posteriormente a nível internacional no pós Guerra, e do estabelecimento de bancos públicos e de desenvolvimento. Países como Brasil, Chile, Argentina, Coreia do Sul, Indonésia, Taiwan, ou seja, principalmente a América Latina e a Ásia, foram marcados por este padrão de desenvolvimento.

No que tange às políticas financeiras, especificamente, destaca-se: (i) uma política de teto de juros que incidia tanto sobre operações ativas quanto passivas, isto é, de aplicação e empréstimos e de captação de depósitos – de forma a baratear o custo de capital de terceiros; (ii) exigências de recolhimento compulsório por parte dos bancos comerciais (de modo a manter a estabilidade do sistema financeiro privado); (iii) políticas de crédito direcionado; (iv)

programas de crédito subsidiado destinado a determinados setores; (v) controles de capitais e cambiais dentro do regime de paridade fixa (porém ajustável); (vi) criação de bancos públicos e de desenvolvimento que apoiassem diretamente o crescimento econômico (McKinnon, 1973; Hermann, 2011).

Nesta última matéria, em especial, os países subdesenvolvidos merecem destaque. Como aponta Diamond (1957: 1): “In the past 25 years, the governments of an increasing number of underdeveloped countries have created or have promoted the organization of ‘development corporations’ and ‘development banks’.” A lista destas instituições é extensa, com destaque para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico brasileiro (BNDES), os trigêmeos indianos Industrial Credit and Investment Corporation, Industrial Finance Corporation e National Industrial Development Corporation, a Nacional Financiera mexicana, e o Korea Development Bank da Coreia do Sul. Como argumentamos acima, Ásia e América Latina foram os principais *locus* de estabelecimento destas instituições.

Os bancos de desenvolvimento contribuíam efetivamente para o alargamento e aprofundamento dos sistemas financeiros nacionais. Num primeiro momento, a mera oferta de recursos para grandes projetos de investimento em infraestrutura – não sem um plano de desenvolvimento elaborado pelo Estado previamente – já constituía um primeiro benefício da existência destas instituições. A elevação do montante de recursos financeiros destinados aos investimentos teve como implicação direta o aumento do tamanho do setor financeiro nestes países, ainda que em sua via pública. As fontes de recursos, contudo, foram geradas principalmente na esfera externa, via transferências multilaterais, ainda que parcela significativa destes recursos fosse diretamente derivada dos orçamentos nacionais. Os bancos de desenvolvimento também atuaram no sentido da coordenação do processo de desenvolvimento, em sentido amplo, constituindo parte da estrutura de governança que substituiu o mercado para a superação do desafio posto pelo atraso econômico.

O objetivo mais geral e a *raison d'être* destas instituições estavam, portanto, umbilicalmente ligados à promoção do desenvolvimento econômico. Em outras palavras, a presença dos bancos de desenvolvimento se mesclava, portanto, com o desenvolvimento financeiro dos países, cuja contrapartida era observada no crescimento e desenvolvimento econômico das nações. O enorme salto no grau de desenvolvimento destes países observado no imediato pós-Guerra esteve, portanto, associado diretamente à construção de um sistema financeiro que apoiasse o desenvolvimento e atuasse em coordenação com o Estado e os objetivos traçados em termos de planejamento econômico.

### **I.7. Revisitando a dualidade desenvolvimento financeiro e crise: a liberalização financeira das últimas três décadas**

A partir da década de 1980, contudo, o quadro pintado nas duas seções anteriores mudou substancialmente. O papel do Estado na economia foi posto a prova conforme os países desenvolvidos e subdesenvolvidos superaram, respectivamente, a necessidade de reconstrução e a situação de subdesenvolvimento, e, sobretudo, conforme o neoliberalismo atingiu e consolidou o status de *mainstream*. Algum sinal de esgotamento do modelo anterior foi verificado a partir da extinção do padrão ouro-dólar que vigorava desde o Acordo de Bretton Woods (1944), o que teve seu impacto também sobre o crescimento econômico mundial.

Nesse contexto, um dos diagnósticos, de dificuldade de crescimento econômico nos anos 1980, que ganhou força esteve ligado à atrofia do sistema financeiro de diversos países – em especial, dos países subdesenvolvidos/em desenvolvimento –, onde se identificou o conjunto de práticas e políticas financeiras conduzidas pelo Estado como políticas que atuavam no sentido da repressão financeira, segundo taxonomia de Shaw (1973) e McKinnon (1973). Em especial, a perenidade e a necessidade da existência de bancos de

desenvolvimento foram contestadas. Mais que isso, mesmo as potenciais contribuições aos processos de desenvolvimento financeiro e econômico que eram anteriormente atribuídas a estas instituições deram lugar a visão de que elas poderiam atravancar tais processos: a existência de bancos de desenvolvimento seria um braço destas políticas de repressão financeira. Assim, nesta nova visão, os bancos de desenvolvimento poderiam representar um entrave ao desenvolvimento financeiro e, portanto, ao crescimento e desenvolvimento econômico, bem como as políticas financeiras conduzidas pelo Estado.

Decorre desta visão a proposição de que a liberalização financeira seria o caminho para o desenvolvimento financeiro das nações. Na prática, a liberalização econômica e principalmente financeira, codificada em última instância no Consenso de Washington, fez parte da pauta política de uma série de países em desenvolvimento a partir dos anos 1980, bem como das orientações de política nos países centrais, cumprindo em geral as proposições teóricas do *mainstream*.

A difusão destas políticas está também ligada ao arrefecimento dos desafios colocados aos países atrasados após 30 anos de próspero desenvolvimento econômico. Inevitavelmente, com a prosperidade, a percepção acerca do atraso econômico relativo colocou uma tensão menos relevante em relação a um segundo *round* de industrialização. Neste sentido, houve espaço para o desmonte da estrutura de governança baseada na dualidade Estado-bancos na condução dos processos de desenvolvimento, cedendo espaço ao mercado. Mais que isso, a crença nesta última estrutura, no momento de organizar o funcionamento da economia, também perpassou as políticas recomendadas.

Todo o movimento de liberalização consequente buscou, então, reestruturar o mercado como elemento central da vida econômica, em especial, os mercados financeiros. A desregulamentação progressiva que se seguiu criou condições para que emergisse um padrão de sistema financeiro tal como nos Estados Unidos ao longo do século XIX, como analisado

anteriormente. Houve, de fato, uma expansão significativa dos sistemas financeiros ao redor do mundo ao longo das décadas de 1980-2000, aprofundamento este, contudo, marcado por inúmeras crises financeiras, dentre as quais se destaca a mais severa, de 2008-9. Vale notar que esse novo enfoque teve por resultado a extinção e/ou privatização, de um modo mais geral, de inúmeros bancos públicos e, mais especificamente, de desenvolvimento. Como registram Yeyati et al. (2004: 5), “from 1987 to 2003 more than 250 banks were privatized, raising US\$ 143 billion”.

Novamente, e a título de conclusão, cabe o mesmo argumento: se por um lado não é possível afirmar que tal instabilidade impediu o desenvolvimento econômico mundial, por outro, é igualmente inegável a influência deletéria desta característica sobre a manutenção de uma trajetória de desenvolvimento sustentada a longo prazo – fato este verificado após a crise recente e em relação ao panorama desenhado para as principais nações para a próxima década.

## **I.8. Conclusão**

A partir das experiências históricas descritas ao longo desta seção pode-se afirmar que os sistemas financeiros são atores relevantes no processo de desenvolvimento econômico, contrarrestando a visão de alguns autores que não enxergam relevância nesta relação – como, por exemplo, Robinson (1952), Meiers e Seers (1984), Lucas (1988) e Stern (1989)<sup>16</sup>. Mostrou-se que em diferentes momentos históricos e em diferentes nações, os sistemas financeiros apoiaram o desenvolvimento econômico, aprofundando a coordenação entre os agentes por meio dos laços estabelecidos entre os bancos, as empresas e o Estado. Este tipo de resposta foi particularmente relevante para os países considerados atrasados nas épocas analisadas. Mas mesmo nos países ditos avançados, notadamente Grã-Bretanha no século XIX

---

<sup>16</sup> Ver Levine (1997).

e Estados Unidos no século XX, os sistemas financeiros foram relevantes como catalisadores de seus processos de desenvolvimento.

Neste contexto, o desenvolvimento e aprofundamento dos sistemas financeiros podem ser considerados elementos fundamentais do desenvolvimento econômico. Ainda que tais processos não necessariamente antecedam o fenômeno do desenvolvimento econômico, inevitavelmente estão ligados, umbilicalmente, a ocorrência e sustentação deste fenômeno.

Todavia, o que as experiências analisadas também assinalaram é que esta relação entre sistemas financeiros e desenvolvimento econômico é extremamente complexa. Um sem número de crises financeiras, menos ou mais intensas, influenciaram de forma negativa o processo de desenvolvimento de diferentes nações (e mesmo da economia mundial como um todo) em diferentes períodos, mais ou menos longos, de tempo. Ou seja, fatores meramente financeiros podem levar a colapsos na economia, como mostrado acima.

Desse modo, as experiências históricas relatadas nesta seção permitem que concluamos que se por um lado os sistemas financeiros podem ser importantes motores do processo de desenvolvimento, por outro, podem também ser extremamente deletérios a este processo. Dessa constatação segue que está longe de ser óbvia a forma pela qual os sistemas financeiros e o desenvolvimento financeiro podem favorecer o desenvolvimento econômico.

O “desempenho” dos sistemas financeiros de cada país em cada época dependeu de um conjunto grande de fatores, que passam desde a conjuntura econômica vigente à época à legislação em vigor e mesmo à forma pela qual o Estado/governo intervinha neste conjunto de instituições. É justamente o papel deste último ator, o Estado, que se revela o ponto-chave para nossa discussão. Este ponto permeou toda a argumentação realizada acima, mas não foi alvo de análise mais acurada propositalmente, para ser explorado neste final de seção.

Recapitulando brevemente as experiências analisadas, na Grã-Bretanha do final do século XVIII o Estado permitiu que os bancos comerciais ingleses cumprissem sua função a

contento, apoiando o capital de giro e monetizando a economia, sem impor maiores restrições sobre sua operação. Na França da primeira metade do século XIX, as restrições impostas pelo Estado por meio do *Banque de France* tolheram a expansão do sistema financeiro francês e, por fim, o próprio desenvolvimento da França. Na Bélgica, Alemanha e outros países do continente ao longo deste mesmo século, o Estado operou indiretamente, favorecendo o capital financeiro (nos termos de Hilferding, 1981) e se mantendo por trás da operação do mesmo. Já no século XX, a ausência de maiores restrições do Estado sobre o sistema financeiro americano, ainda que tenha gerado algum crescimento previamente, levou à crise de 1929. Contudo, no pós-Guerra, sua presença direta nos sistemas financeiros tanto de países desenvolvidos, como Alemanha e França, como em desenvolvimento – caso do Brasil, Coréia do Sul, etc – levou-os à uma época de próspero desenvolvimento financeiro e econômico, caracterizando a chamada era de ouro do capitalismo. Por fim, a supressão dos braços do Estado sobre o sistema financeiro nas décadas de 1980-90, marcadas pela liberalização financeira, fez cada vez mais frequente as crises financeiras, onde a recente crise financeira, vivenciada a partir de 2008, se destaca.

O principal ponto por trás destas experiências é que onde o Estado esteve presente trazendo para si, direta ou indiretamente, o centro das decisões que iriam traçar o caminho do desenvolvimento econômico, os sistemas financeiros desempenharam papel mais relevante neste último processo, pois serviram como instrumentos para sua promoção. Quando as decisões de alocação de recursos financeiros foram deixadas exclusivamente nas mãos dos agentes privados, o mercado invariavelmente levou a resultados conflituosos – a única exceção parece ser a Grã-Bretanha da segunda metade do século XVIII, cujo caráter pioneiro da industrialização confere singularidade à sua experiência.

Estas experiências alimentam, assim, a segunda visão, de que a atuação dos agentes privados que compõem o sistema financeiro pode não garantir que a influência do mesmo no



desenvolvimento seja exercida de forma positiva. Deixar o desenvolvimento financeiro e econômico nas mãos do mercado, que opera dentro de uma estrutura de incentivos de forma descoordenada, pode ser extremamente problemático num contexto onde a incerteza é relevante – caso do desenvolvimento econômico. A “mão invisível” pode conduzir a resultados catastróficos como as crises internacionais de 1929 e 2008 ou ser invisível até demais fazendo com que segmentos relevantes para o processo de desenvolvimento – notadamente, o financiamento de longo prazo – sejam preteridos pelos agentes privados.

Este último parágrafo já introduz a discussão teórica sobre a relação entre sistemas financeiros, Estado e desenvolvimento, alvo da próxima seção. É nesta perspectiva teórica que o papel do Estado nos sistemas financeiros se fará entender a partir de um corpo analítico. É extremamente importante ressaltar, por fim, que assim como nesta seção, Estado, sistemas financeiros e desenvolvimento financeiro fizeram parte de uma mesma discussão, no próximo capítulo estes diferentes elementos estarão ainda mais fortemente conectados.

## **CAPÍTULO II. PERSPECTIVA TEÓRICA SOBRE SISTEMAS FINANCEIROS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO**

*“E o teórico, que habitualmente não é artista, ou o é em grau ínfimo (ou seja: não o é), tem assim todas as razões para esforçar-se em assegurar sua posição artificial. [...] Dando-se conta da situação, o teórico busca sua defesa criando substitutos do modelo vivo: a teoria, o sistema.”*

Arnold Schönberg, Harmonia (1922)

A perspectiva histórica sobre o tema “sistemas financeiros, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico” apresentada no capítulo anterior teve por objetivo assinalar que: por um lado, os sistemas financeiros podem ser importantes motores do processo de desenvolvimento econômico, o que confere um papel de destaque ao desenvolvimento financeiro neste processo; por outro lado, porém, os sistemas financeiros podem também atravancar e se tornar extremamente prejudiciais ao desenvolvimento econômico, o que igualmente confere um papel de destaque ao desenvolvimento financeiro, contudo, um papel essencialmente distinto do delineado no primeiro caso. Em última instância, a visão que se pretendeu derivar das experiências históricas analisadas foi a de que a relação entre sistemas financeiros, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico é sobremaneira complexa.

Diferentes autores buscaram esclarecer os modos pelos quais os sistemas financeiros e o desenvolvimento financeiro se relacionam com o desenvolvimento econômico. É neste sentido que o presente capítulo tem por objetivo apresentar diferentes modelos analíticos que compõe a teoria econômica.

Vale notar que a formulação destes modelos sucedeu as experiências históricas analisadas em cerca de um século. Isto é, enquanto a história constituía um laboratório de experiências ao longo do século XIX, os principais modelos teóricos que orientam a discussão sobre o tema foram formulados e desenvolvidos ao longo do século XX.

Vale notar que, do ponto de vista teórico, o tema é até hoje controverso, contrapondo atualmente duas principais vertentes de pensamento: uma de origem neoclássica, base do modelo Shaw-McKinnon de liberalização financeira, e outra de origem keynesiana, dividida em suas versões novo- e pós-keynesiana. Tais vertentes teóricas serão exploradas no presente capítulo, mas não sem antes discutirmos autores anteriores que constituíram base para a discussão recente. Em especial, partimos dos trabalhos de Schumpeter (2008), Keynes (1937a, 1937b, 2007) e Gurley e Shaw (1955), abordados, respectivamente, nas seções II.1, II.2 e II.3. Em seguida, nos voltamos ao modelo Shaw-McKinnon na seção II.4, para, então, avançar sobre o modelo novo-keynesiano na seção II.5 e sobre o modelo pós-keynesiano na seção II.6. A seção II.7 conclui o capítulo e o primeiro tomo desta dissertação.

## **II.1. Schumpeter e o papel dos bancos**

Schumpeter foi o primeiro autor que considerou explicitamente o papel do sistema financeiro, em especial dos bancos, no desenvolvimento econômico sob uma perspectiva teórica (Levine, 2004). A referência no tema é seu livro intitulado *A Teoria do Desenvolvimento Econômico*, cuja publicação original data de 1912, porém, cuja divulgação só ocorre de forma abrangente após sua tradução para o inglês e publicação em 1934. Neste livro, Schumpeter destaca o fenômeno da inovação como o motor do desenvolvimento econômico e a centralidade dos bancos na viabilização deste fenômeno, reconhecendo, portanto, o papel destas instituições no desenvolvimento econômico.

Para caracterizar o fenômeno do desenvolvimento econômico Schumpeter se vale de uma abstração teórica acerca do funcionamento típico de uma economia. Nesta abstração, chamada de fluxo circular, o autor retrata um “sistema de ‘reprodução’ econômica em equilíbrio estático” (Possas, 1987: 170). As características do equilíbrio do fluxo circular podem ser sintetizadas nos seguintes termos:

“a atividade econômica retratada pelo esquema não apresenta mudanças importantes, quantitativas ou qualitativas, convertendo-se em mera prática rotineira: o equilíbrio geral do ‘fluxo circular’ não implica um *estado estacionário* rígido, mas *lentamente mutável*, onde o que importa é que as variações verificadas nos ‘dados’ [...] sejam contínuas ou friccionais para que a absorção de seus efeitos não provoque convulsões no sistema.” (Possas, 1987: 170-1, grifos meus).

A impossibilidade de “convulsões” no sistema econômico do fluxo circular é determinada, sobretudo, pela rigidez das “combinações de forças produtivas”, isto é, das funções de produção dos agentes<sup>17</sup>. O fluxo circular como uma abstração teórica se faz necessário justamente para caracterizar a situação que lhe é contrária. Ou seja, para caracterizar o que Schumpeter denomina de desenvolvimento econômico. O fenômeno do desenvolvimento econômico diz respeito, portanto, à convulsão deste sistema econômico, criando a possibilidade de auferição de lucros e desequilíbrios na economia desta comunidade. Como destacado pelo autor (Schumpeter, 2008: 64):

“Development in our sense is a distinct phenomenon, entirely foreign to what may be observed in the circular flow or in the tendency towards equilibrium. It is spontaneous and discontinuous change in the channels of the flow, disturbance of equilibrium, which forever alters and displaces the equilibrium state previously existing.”

A centelha que origina o fenômeno do desenvolvimento econômico é o que Schumpeter chama de inovação. A inovação é responsável por promover mudanças radicais e descontínuas nas combinações de forças produtivas, considerando a oferta existente das mesmas dentro do sistema econômico em questão – em outros termos, a inovação é responsável por promover deslocamentos nas funções de produção<sup>18</sup>. Schumpeter (2008: 66) considera que:

“This concept covers the following five cases: (1) The introduction of a new good [...] or of a new quality of a good. (2) The introduction of a new method of production, [...] and can also exist in a new way of handling a commodity commercially. (3) The opening of a new market, [...] (4) The conquest of a new source of supply of raw materials or half-manufactured goods, [...] (5) The carrying out of the new organisation of any industry”.

<sup>17</sup> A semelhança entre estes dois conceitos fica clara na seguinte afirmativa: “We have characterized the process of production by the concept of combinations of productive forces. The results of these combinations are the products.” (Schumpeter, 2008: 15). Ver também Possas (1987: 171).

<sup>18</sup>

Para inovar o empresário schumpeteriano necessita de dispor dos fatores de produção, ter sobre eles comando, para que possa promover a “reorganização” no emprego dos mesmos necessária para gerar novas combinações destas forças produtivas. Isto não significa que o empresário precise da posse ou da propriedade destes meios, mas apenas de que disponha deles “immediately for carrying out the new combination or in exchange for the necessary goods and services.” (Schumpeter, 2008: 69).

É neste ponto que se abre a ponte para a relação do sistema financeiro com a introdução de inovações e, portanto, com o fenômeno do desenvolvimento econômico. O fato de que o empresário não dispõe necessariamente dos (e não precisa teoricamente dispor de) recursos para levar a cabo seu empreendimento, torna necessária a presença de um elemento que o faça dispor destes meios: o crédito. Este seria provido diretamente pelos bancos, que como instituições centrais dos sistemas financeiros os colocam no centro da nossa análise.

A necessidade fundamental que marca o empresário schumpeteriano está relacionada ao comando sobre parte da corrente social de bens, de modo que possa, a partir daí, gerar novas combinações produtivas que caracterizem o processo inovativo. Como vimos, isto não significa que o empresário necessite previamente da posse ou propriedade destes fatores de produção, mas tão somente que possa adquirir tal comando temporariamente. O crédito surge, então, como um elemento fundamental, pois permite ao empresário, através da criação de poder de compra *ad hoc*, ter acesso a esta corrente de bens para tocar o processo inovativo. Neste sentido, “The essential function of credit [...] consists in enabling the entrepreneur to withdraw the producers’ goods which he needs from their previous employments, by exercising a demand for them, and thereby to force the economic system into new channels.” (Schumpeter, 2008: 106).

O fenômeno do crédito essencial à Schumpeter se delinea, portanto, como a criação de poder de compra com o propósito de transferi-lo ao empresário<sup>19</sup>. A natureza *ad hoc* deste crédito, é essencialmente autônoma em relação ao fluxo corrente de bens que resulta do desenvolvimento prévio. Como coloca Schumpeter (*ibidem*, grifos meus):

“in so far as credit cannot be given out of the results of past enterprise or in general out of reservoirs of purchasing power created by past development, it can only consist of credit means of payment created *ad hoc*, which can be backed neither by money in the strict sense nor by products already in existence.”

Tal característica coloca os bancos numa posição central do sistema econômico, pois é sua decisão de criar crédito, como resposta à decisão do empresário por inovar, que torna viável o fenômeno do desenvolvimento econômico. Em outras palavras, cabe aos bancos responder à demanda por poder de compra dos empresários – poder de compra este que toma a forma de novo capital. O capital, na obra de Schumpeter, não é uma propriedade nem é acumulável, mas tão somente é um “‘fundo de poder de compra’ que é transferido aos empresários para que procedam às inovações” (*idem*: 176). Como coloca Possas (*ibidem*): “O capital é *criado* pelo crédito e ‘desaparece’ com a aquisição dos bens de produção, pagamentos de salários, etc. que iniciam a posta em prática das inovações.”

O papel dos bancos, como criadores de crédito e, simultaneamente, capital, é “o de correr o *risco* associado ao empréstimo dos fundos necessários ao investimento que contém a inovação.” (*idem*: 177). Ao conceder crédito, os bancos trocam um direito sobre fluxos futuros de renda, cuja produção que os irá lastrear ainda não procedeu, pelo adiantamento ou transferência de poder aquisitivo de forma imediata ao empresário. Do ponto de vista do banco, o sucesso da operação de crédito dependerá, portanto, do resultado efetivo da inovação

---

<sup>19</sup> O autor exclui, desse modo, complicações que poderiam surgir a partir do argumento acerca da existência do crédito dentro do fluxo circular. Isso não significa que Schumpeter descarte esta possibilidade, mas reconhece uma natureza essencialmente distinta do crédito que se manifesta no fluxo circular, que é de pouca importância ao fenômeno do desenvolvimento econômico, em relação ao crédito que serve ao empresário. Ver Schumpeter (2008: 95-107).

que o empresário irá obter no futuro, podendo o banco tanto verificar este sucesso como angariar uma perda em suas operações, pois existe a possibilidade de *default*.

A complexidade do processo de financiamento em determinadas circunstâncias torna ainda mais sensível a situação dos bancos, por exemplo, como destaca Schumpeter (2008: 111-2):

“if it is true that long-term enterprises are financed by short-term credit, every entrepreneur and every bank will try for obvious reasons to exchange this basis as soon as possible for a more permanent one, [...] In practice this approximately coincides with replacing purchasing power created *ad hoc* by that existing already. And this generally happens in the case of development in full swing which has already accumulated reserves purchasing power [...] and indeed in two steps. In the first place, shares or bonds are created and their amounts are credited to enterprise, which means that banking resources still finance the enterprise. Then these shares and bonds are disposed of and gradually are paid for [...] by the subscribers out of existing supplies of purchasing power or reserves or savings. [...] The redemption of the credit instruments is thus accomplished and they are replaced by existing money.”

Este conjunto de dificuldades condiciona a disponibilidade de crédito não apenas à aceitação dos riscos envolvidos nos empréstimos pelos bancos, mas também à superação da incerteza, que é a mesma que os empresários schumpeterianos incorrem no contexto do processo de desenvolvimento econômico. Tal reconhecimento é fundamental para delinear um papel especialmente central, e não somente acessório, ao sistema financeiro na viabilização do desenvolvimento econômico. Na leitura aqui desenvolvida, atribui-se aos bancos *status* equiparável ao dos empresários. Obviamente, devemos ressaltar que são estes últimos que de fato tomam as rédeas do processo de desenvolvimento por meio da implementação de inovações. Contudo, os primeiros podem frear os ânimos destes empresários ao limitar o adiantamento de poder de compra necessário às inovações.

Para operar em apoio ao desenvolvimento econômico dentro do arcabouço teórico de Schumpeter o sistema financeiro deve, basicamente, avançar crédito aos empresários. Em outras palavras, cabe às instituições financeiras enfrentar as incertezas e correr os riscos associados à concessão de crédito de modo a viabilizar a demanda por poder de compra dos

empresários, confiando-lhes as forças produtivas necessárias para que as inovações tomem forma, rompendo o fluxo circular e desencadeando o processo de desenvolvimento econômico.

Dentro da obra de Schumpeter, o desenvolvimento financeiro surge como um tema paralelo, que não é explorado pelo autor. O que se pode inferir sobre o tema é que à medida que o desenvolvimento do sistema financeiro permita que os bancos atendam às demandas dos empresários de forma adequada, o desenvolvimento financeiro é desejável. A forma que deve tomar este desenvolvimento financeiro, contudo, não é clara, nem definida.

Igualmente negligenciada é a discussão sobre políticas financeiras, devido ao fato da *Teoria do Desenvolvimento Econômico* ser uma obra essencialmente teórica. Tal como a discussão sobre desenvolvimento financeiro, o que se infere é que políticas financeiras que viabilizem a concessão de crédito dos bancos aos empresários de forma adequada podem ser consideradas desejáveis como uma forma de auxiliar e promover o desenvolvimento econômico. Como estas devem ser desenhadas e implementadas são questões que ficam fora do escopo da obra do autor, o que nos leva a avançar sobre outras interpretações teóricas sobre o tema.

## **II.2. Keynes: Investimento e o esquema *Finance-Funding***

A obra de Keynes, tal como o trabalho de Schumpeter, é frequentemente reconhecida como uma das pedras angulares da discussão sobre o papel do sistema financeiro no desenvolvimento econômico, especialmente a partir do resgate da teoria de Keynes por autores de filiação pós-Keynesiana (Castro, 2006: 8, 22-30). O foco da obra de Keynes, contudo, não é realizar uma discussão específica nem sobre o processo de desenvolvimento econômico – distanciando seus objetivos em relação aos de Schumpeter –, nem sobre o sistema financeiro em si.



Tampouco parecia ser objetivo de Keynes discutir especificamente o papel do sistema financeiro e do desenvolvimento financeiro no desenvolvimento econômico, especialmente dentro do escopo da *Teoria Geral*<sup>20</sup>. Nesta obra, sua preocupação se situa sobre o estabelecimento de um corpo teórico que explique os problemas apresentados pelo sistema econômico capitalista. Segundo Keynes (2007: 372): “The outstanding faults of the economic society in which we live are its failure to provide for full employment and its arbitrary and inequitable distribution of wealth and incomes.” É esta primeira falha apontada que é o principal alvo de investigação ao longo de toda *Teoria Geral*, tendo como ponto de partida a definição do princípio da demanda efetiva (*idem*: Caps. 3 e 18).

Com o estabelecimento deste princípio e a definição do investimento como um dos componentes fundamentais da demanda agregada, bem como da taxa de juros como elemento relevante na determinação do investimento agregado, o autor abre espaço para introduzir o sistema financeiro, em especial, os bancos, em sua discussão teórica. São estas instituições que serão determinantes para a viabilização do investimento do ponto de vista financeiro (isto é, de seu financiamento), o que determina a relevância delas na determinação da demanda agregada e, portanto, do crescimento econômico. O mercado de capitais, por sua vez, é mencionado em outro momento do financiamento dos investimentos, quando da obtenção de recursos de longo prazo, ou seja, na provisão de *funding*, reforçando o primeiro movimento dos bancos e a relevância do sistema financeiro para o crescimento. O desenvolvimento, neste contexto, é mera consequência do processo de crescimento econômico em compasso com a realização de novos investimentos.

---

<sup>20</sup> No *Treatise on Money* (Keynes, 1929), embora o autor já destaque o papel dos bancos no processo de criação de moeda, o mesmo restringe sua análise à discussão sobre o mercado monetário.

### ***II.2.a. Fundamentos Teóricos: demanda efetiva, investimento e taxas de juros***

A crítica de Keynes à economia “clássica”<sup>21</sup> envolve, dentre outros elementos, a rejeição da Lei de Say, segundo a qual à toda oferta haveria demanda correspondente<sup>22</sup>. O autor atenta, então, para uma situação onde as funções de oferta e demanda agregada não coincidissem em todos os pontos, sendo a função de demanda a determinante da posição de equilíbrio do sistema econômico em termos de emprego e produção. A demanda agregada é, por sua vez, regida pelas expectativas de curto e longo prazo dos agentes, sendo as primeiras induzidas pelo estado corrente dos acontecimentos e as segundas relativamente autônomas a ele.

Em outros termos, parte da demanda agregada teria origem em decisões de gasto que são baseadas, *grosso modo*, em resultados realizados, enquanto a outra parte teria origem em decisões baseadas em resultados esperados (Kregel, 1980: 35). A renda corrente influencia o gasto corrente, pois é um dado relevante para os agentes determinarem sua expectativa de renda futura. Contudo, existe uma parcela relevante do gasto e das expectativas de renda futura que são autônomos em relação à renda corrente, determinados num ambiente marcado pela presença de incerteza em relação ao futuro.

Keynes separa, portanto, estes dois grupos de decisões em dois componentes, um induzido, representado pelo consumo, e outro autônomo, equivalente ao investimento. Como explícito no capítulo 18 da *Teoria Geral*, é possível reformular o princípio da demanda efetiva da seguinte forma: sob determinada situação técnica, de recursos e de custos, a soma do montante do que é gasto por uma comunidade em consumo e do montante aplicado em novos investimentos é chamada de demanda efetiva; a quantidade de mão de obra que os empresários resolvem empregar dependerá desta demanda e, dada uma função de oferta

---

<sup>21</sup> Diversos autores destacam o uso deste termo por Keynes como inapropriado, sugerindo o termo “neoclássico” como mais adequado.

<sup>22</sup> “[I]n the sense that the aggregate demand price is equal to the aggregate supply price for all levels of output and employment” (Keynes, 2007: 22).

agregada, como esta depende do volume de emprego, a demanda determinará o volume de emprego e o nível de produção. Neste contexto, o investimento surge como variável chave na determinação da demanda agregada, pois é o único elemento (relativamente) autônomo em relação à renda.

O incentivo a investir no esquema Keynesiano deriva da renda futura que pode ser auferida a partir do emprego produtivo dos bens de capital. Neste sentido, o investimento se dá como contrapartida a uma promessa de renda futura oferecida por determinado bem ou ativo, se assemelhando em natureza, portanto, aos ativos financeiros. O investimento ocorre quando o rendimento oferecido, isto é, a eficiência marginal do capital, superar as taxas próprias de juros dos demais ativos, incluindo aí a moeda. As expectativas de longo prazo dos agentes é que determinam a eficiência marginal do investimento, bem como as taxas próprias dos demais ativos, determinando, portanto, a alocação de capital entre diferentes ativos neste esquema.

A decisão a investir, contudo, só se materializa mediante a realização de um gasto correspondente à aquisição dos bens de capital. Este gasto, em seu turno, gera uma demanda imediata por moeda – identificada como o motivo financeiro da demanda por moeda. Como colocado por Keynes (1937a: 246):

“an investment *decision* [...] involve a temporary demand for money before its is carried out. [...] Planned investment [...] may have to secure its ‘financial provision’ *before* the investment takes place; that is to say, before the corresponding saving has taken place. [...] There has, therefore, to be a technique to bridge this gap between the time when the *decision* to invest is taken and the time when the correlative investment and saving actually occur.”

Além disso, como as promessas de pagamento de rendas futuras só ocorrem após determinado período de maturação, o investidor fica ilíquido durante este tempo para cobrir eventuais necessidades monetárias relacionadas a outras decisões de gasto e necessita de alinhar as novas posições ativas com suas posições passivas associadas. É na provisão da

referida demanda por moeda e do alinhamento entre as posições de liquidez ativa e passiva dos agentes que o sistema financeiro ganha função na teoria Keynesiana.

### ***II.2.b. O financiamento do investimento e o sistema financeiro***

Como colocado imediatamente acima, o sistema financeiro ganha relevância na teoria keynesiana como um elemento do crescimento econômico a partir da relação que guarda com o financiamento do investimento. Neste sentido, Keynes (1937b: 664) divide as necessidades financeiras do investimento em dois níveis:

“The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions.”

Em ambos os níveis, o autor (*ibidem*) aponta que o empresário “may be in a position to use his own resources”, mas considera que o caso típico envolveria os mercados financeiros como provedores destes recursos: o sistema bancário (1937a: 247) seria responsável por atender a demanda em seu primeiro nível, ou seja, prover o *finance*, enquanto ficaria a cargo, preferencialmente, do mercado de capitais (mas também por meio de empréstimos de longo prazo pelos bancos) a provisão do *funding*.

Neste sentido, Keynes (1937b: 666) destaca que “the finance required during the interregnum between the intention to invest and its achievement is mainly supplied by specialists, in particular by the banks, which organize and manage a revolving fund of liquid finance.” Este fundo rotativo é equivalente a uma mera operação contábil, que não absorve ou exaure quaisquer recursos (Keynes, 1937a: 247)<sup>23</sup>, que torna material a decisão dos bancos de criar liquidez em contrapartida à assunção de uma obrigação pelo empresário. Como a decisão final está nas mãos dos bancos, a relevância destas instituições fica estabelecida: “The control of finance is, indeed, a potent, through sometimes dangerous, method for regulating

---

<sup>23</sup> Logo, “It employs no savings.” (Keynes, 1937b: 666).

the rate of investment [...]. Yet this is only another way of expressing the power of the banks through their control over the supply of money – *i.e.* of liquidity.” (Keynes, 1937a: 248).

A relevância do sistema financeiro para o financiamento do investimento não se limita, contudo, às fronteiras dos bancos. O autor coloca que o *finance* deveria ser complementado a médio-longo prazo pela canalização dos recursos gerados a partir do investimento, via multiplicador, para um mercado de capitais, em condições satisfatórias, provendo, assim, o *funding* necessário aos investimentos. As condições se configuram como satisfatórias a partir do momento em que o fluxo de pagamento das obrigações passivas seja compatível com o fluxo de renda a ser recebido pelo emprego produtivo dos ativos de investimento, de modo que não haja descasamentos entre estes dois fluxos que dêem origem a fragilidade financeira relevante. A emissão de dívida ou de capital (ações) no mercado é, portanto, uma forma de realinhar as posições financeiras das empresas que investiram.

A renda gerada via processo multiplicador, contudo, só terá por destino as dívidas ou ações das empresas que investiram se estes ativos forem compatíveis com o perfil de risco e liquidez dos agentes que pouparam parte da renda criada pelo investimento. Neste sentido, é papel do sistema financeiro promover o alinhamento entre as condições de demanda e oferta de títulos de modo que o *funding* possa ser realizado<sup>24</sup>.

Logo, não apenas os bancos, mas também os mercados de capitais, igualmente constituintes dos sistemas financeiros seriam relevantes para sustentar o investimento e, assim, a demanda agregada e o crescimento econômico das nações. O desenvolvimento econômico, neste esquema, derivaria da conjunção entre o crescimento e a modernização da economia por meio do processo de investimento.

O papel do desenvolvimento financeiro neste processo não é discutido explicitamente na obra de Keynes – tal como em Schumpeter. O que se pode inferir é que uma expansão das

---

<sup>24</sup> Este ponto será retomado abaixo, na seção II.6.

operações do sistema financeiro – em especial dos bancos –, que ocorra em conjunção a uma maior provisão de *finance* e *funding* para os investimentos, é uma condição relevante para definir a trajetória de crescimento e desenvolvimento de uma economia. Como o autor (1937b: 668) ressalta: “the banks hold the key position in the transition from a lower to a high scale of activity”. Novamente, como em Schumpeter, a discussão sobre a forma que deve tomar o desenvolvimento financeiro não é bem definida, mas traz um elemento novo: não se limita ao aprofundamento do sistema financeiro e à provisão de recursos, de forma geral, mas inclui também o alinhamento entre o perfil da demanda e da oferta de ativos financeiros, que garantam o *funding* adequado dos investimentos em curso; ou seja, o desenvolvimento financeiro está ligado também ao desenvolvimento de ativos ou (instrumentos) financeiros específicos em cada sociedade.

A discussão sobre políticas financeiras também possui caráter secundário, devido ao fato da discussão promovida por Keynes se dar num nível essencialmente teórico. Políticas financeiras que viabilizem o desenvolvimento financeiro no sentido explorado acima são consideradas desejáveis, tendo como última consequência o auxílio ao desenvolvimento econômico. Em 1955, contudo, surge uma primeira abordagem mais explícita sobre a relação entre desenvolvimento e sistema financeiro e é para ela que nos voltamos agora.

### **II.3. Gurley e Shaw e os aspectos financeiros do desenvolvimento econômico**

A discussão sobre demanda efetiva keynesiana se desenrolou em duas frentes a partir da década seguinte: uma preocupada com as políticas macroeconômicas em si, situada num escopo de curto-médio prazo, cujos trabalhos de Hicks (1937) e Modigliani (1944) no desenvolvimento do modelo IS-LM merecem destaque, e outra que tem como interesse a discussão sobre crescimento econômico, numa visão de mais longo prazo, cuja pedra angular se estabelece a partir dos trabalhos de Harrod (1939, 1948) e Domar (1946, 1948), e avança

posteriormente a partir das contribuições de Solow (1956, 1957). Em ambas as discussões, o papel do sistema financeiro é submisso à discussão a nível macro e não ganha destaque. O máximo que se desenvolve é que a partir da perspectiva dos teóricos do crescimento, no modelo Harrod-Domar, a poupança, ou mais rigorosamente, a taxa de poupança agregada condicionaria o ritmo do crescimento econômico – o sistema financeiro poderia ter algo a ver com isso, mas o desenvolvimento desse ponto não é realizado pelos autores. No modelo de Solow, por sua vez, nem este espaço é cedido ao sistema financeiro, voltando a discussão na direção do progresso tecnológico.

Este *gap* na discussão sobre sistemas financeiros, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico encontra novas contribuições a partir do trabalho de Gurley e Shaw (1955), que traz a primeira discussão teórica mais explícita de como os sistemas financeiros e o desenvolvimento financeiro se relacionam com o desenvolvimento econômico. Os autores trazem a tona sua insatisfação com o tratamento teórico dado às finanças até então, ressaltando que não é possível pensar o desenvolvimento econômico sem considerar o sistema financeiro:

“Economic development is commonly discussed in terms of wealth, the labor force, output, and income. These real or ‘goods’ aspects of development have been the center of attention in economic literature to the comparative neglect of financial aspects. Wet development is associated with debt issue at some points in the economic system and corresponding accretions of financial assets elsewhere. It is accompanied, too, by the ‘institutionalization of saving and investment’ that diversifies channels for the flow of loanable funds and multiplies varieties of financial claims. Development also implies, as cause or effect, change in market prices of financial claims and in other terms of trading in loanable funds. *Development involves finance* as well as goods.” (Gurley e Shaw, 1955: 515, grifos meus).

A partir desta perspectiva, os autores buscam construir um arcabouço onde as relações entre desenvolvimento econômico e as finanças (ou o sistema financeiro) possam ser estabelecidas. Para tal, partem da construção de um sistema de contas nacionais que leva em conta os aspectos financeiros envolvidos no processo econômico.

### II.3.a. Fundamentos Teóricos: Finanças e contas nacionais

O elemento básico do modelo de Gurley e Shaw é a identificação das unidades ou agentes econômicos a partir do perfil de gasto em relação à renda que recebem. Nos termos dos autores, três principais tipos de agentes poderiam ser caracterizados: (i) unidades com o orçamento equilibrado; (ii) unidades superavitárias, cujos gastos são inferiores à renda que recebem; e (iii) unidades deficitárias, cujos gastos são superiores à renda recebida. Considerando, ainda, a igualdade  $E_i - R_i = D_i - FA_i$ , onde  $E$  representa o gasto,  $R$  a receita ou renda,  $D$  a dívida,  $FA$  os ativos financeiros da unidade  $i$ , pode-se chegar ao seguinte esquema:

$$\left[ \begin{array}{l} D_i - FA_i = 0 : \text{Orçamento balanceado} \\ D_i - FA_i < 0 : \text{Unidade superavitária} \\ D_i - FA_i > 0 : \text{Unidade deficitária} \end{array} \right.$$

Deste modo, caso uma unidade não esteja com o orçamento equilibrado, por exemplo, no caso de uma unidade deficitária, ela demandará recursos emprestáveis (*loanable funds*) para que possa financiar seu gasto em excesso, o que corresponde, necessariamente, a uma elevação de suas obrigações; o contrário se coloca no caso das unidades superavitárias, sendo que os autores assumem, considerando o método das partidas dobradas, que as contas se anulam no agregado. Neste caso, basta que num processo em que a renda esteja crescendo haja desequilíbrio orçamentário das unidades para que haja uma elevação do estoque de dívidas/ativos correspondente. Em outras palavras, “[t]he rise of income and the accumulation of wealth are one aspect of growth: the corollary, where budgets are unbalanced, is the accumulation of debt and financial assets.” (Gurley e Shaw, 1955: 517).

Os autores (*idem*: 518) consideram que a longo prazo, a tendência é que estes desequilíbrios orçamentários prevaleçam, de modo que “Government, business, and consumers alike have come to lean more heavily on external finance.” Este financiamento de terceiros, por sua vez, poderia se dar de duas formas principais, uma direta, mediante a troca



entre dívida e ativos entre as unidades deficitárias e superavitárias, e outra indireta, mediante um intermediário financeiro. É neste ponto da argumentação que o papel do sistema financeiro ganha importância de forma notória.

### ***II.3.b. O papel do sistema financeiro***

O financiamento por mecanismos indiretos pode ser ilustrado ao tomarmos o caso de um banco comercial típico, ilustrado por Gurley e Shaw (*idem*: 519-20) da seguinte forma:

“The role of the banks has been, first, to borrow funds from spending units with surpluses, issuing indirect securities in exchange. [...] The role of the banks has been, second, to transmit the borrowed funds to spending units with deficits, receiving in exchange direct securities for their own portfolios. Finally, the banks have exchanged direct securities with spending units that wish to adjust their relative holdings of securities in direct and indirect form.”

Todo este processo está associado a uma expansão do endividamento da economia que permite que as unidades deficitárias sustentem um ritmo de gasto mais intenso que o permitido por seus recursos próprios. Em outras palavras, o desenvolvimento da intermediação financeira, ou a “institucionalização da poupança e do investimento”, acelera a taxa de crescimento das dívidas em relação à taxa de crescimento da renda (*idem*: 519), sustentando maior crescimento dos gastos.

Embora intuitivamente o papel dos bancos neste esquema teórico pareça ser semelhante aos descritos nas subseções anteriores, o mesmo difere substancialmente do que Schumpeter e Keynes tinham em mente. Para Gurley e Shaw, os bancos não tem capacidade de *criar liquidez* ou crédito e direcionar aos empresários. Como eles apontam (*idem*: 521) “Neither banks nor other intermediaries create loanable funds.”

A principal função que exercem está ligada à canalização dos recursos das unidades superavitárias, únicas provedoras de poupança da economia (“Neither banks nor other intermediaries create loanable funds. That is the prerogative of spending units with surpluses on income and product account”, *ibidem*), para as unidades deficitárias, algo que o

financiamento direto pode não tornar concreto. Em especial, “Both banks and other intermediaries have the capacity to create special forms of financial assets that surplus units may accumulate as the reward for restraint on current or capital spending.” (*ibidem*). É por exercer esta função que os intermediários financeiros se tornam relevantes.

Ao viabilizar a alocação dos recursos excedentes das unidades superavitárias para as unidades deficitárias, os bancos permitem que estas sustentem uma taxa de crescimento dos seus gastos que supere a taxa de crescimento de sua própria renda, gerando, assim, maior crescimento econômico – encompassado com uma expansão do endividamento. Permitem, com isso, a aceleração do investimento nesta economia.

É neste sentido que os autores (*idem*: 518-9) propõem que “[e]conomic development is retarded if only self-finance and direct finance are accessible, if financial intermediaries do not evolve.” Com efeito, o desenvolvimento financeiro se torna elemento fundamental deste modelo, como forma de alavancar o desenvolvimento econômico. Retomando o início desta subseção, a institucionalização da poupança e do investimento por meio do desenvolvimento financeiro representa a diversificação dos canais pelos quais os fundos emprestáveis podem circular entre as unidades econômicas e também amplia a variedade dos múltiplos ativos financeiros que estão disponíveis, permitindo uma alocação mais eficiente dos recursos. Novamente, os investimentos são favorecidos neste processo à medida em que ele permite a sustentação da expansão dos gastos das unidades econômicas. É, portanto, a alocação da poupança que constitui a principal contribuição do sistema financeiro ao desenvolvimento econômico no modelo de Gurley e Shaw<sup>25</sup>.

A discussão realizada pelos autores, contudo, se reserva ao estabelecimento destas relações, não avançando em direção à discussão sobre políticas financeiras, nem em relação

---

<sup>25</sup> Se em alguma medida esta função se assemelha à discutida em relação à provisão de *funding* no esquema Keynesiano, ela, simultaneamente, se afasta por desconsiderar como função básica do sistema financeiro a criação de liquidez. Em última instância, no sistema Keynesiano, é a preferência pela liquidez dos agentes, incluindo os bancos, que determinará a obtenção ou não de *funding* pelos empresários.

ao papel do Estado. Esta só toma desenho no trabalho realizado mais tarde pelo próprio E. Shaw, associado comumente ao trabalho de R. McKinnon devido à semelhança na abordagem apresentada. Voltemo-nos a ele.

#### **II.4. O Modelo Shaw-McKinnon: repressão financeira, liberalização e desenvolvimento**

A temática de como o sistema financeiro, desenvolvimento financeiro, desenvolvimento econômico e, principalmente, as políticas financeiras – e, portanto, o Estado – se relacionam é discutida explicitamente sob forma teorizada pela primeira vez nos livros de Shaw (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, e McKinnon (1973), *Money and Capital in Economic Development*. Em outras palavras, embora, como vimos anteriormente, a discussão teórica já houvesse avançado em diversas frentes, é nestes trabalhos que estas relações ganham contorno de forma apropriada.

Como aponta Shaw (1973: 3) na primeira frase de seu livro, e em consonância com seu trabalho anterior, “the financial sector of an economy does matter in economic development”. Mas, mais que isso, Shaw e McKinnon, como veremos adiante, sugerem que as políticas financeiras conduzidas pelo Estado afetam o desenvolvimento do setor financeiro, de modo a gerar diferentes padrões de desenvolvimento financeiro, que, por sua vez, condicionam o desenvolvimento econômico das nações.

As contribuições de Shaw e McKinnon são comumente tomadas em conjunto, formando o chamado modelo Shaw-McKinnon, pois se apoiam sobre bases teóricas semelhantes. Além disso, ambas resultam num conjunto semelhante de proposição de políticas de desenvolvimento financeiro: a liberalização financeira – que, como vimos, fez parte da agenda de diversos países a partir da década de 1980 e condicionou a evolução da economia mundial nos últimos 30 anos.

#### ***II.4.a. Fundamentos Teóricos***

Os fundamentos teóricos do modelo Shaw-McKinnon (doravante, MSMK) guardam relativa semelhança com o desenvolvido nos trabalhos anteriores de Gurley e Shaw (1955 e 1960), incorporando, na realidade, duas principais relações de causalidade: a primeira entre as taxas de juros reais e a poupança agregada e a segunda entre a taxa de poupança da economia e a taxa de crescimento econômico (Hermann, 2002: 42; Hermann, 2003: 253).

A primeira relação de causalidade está estabelecida na teoria dos fundos emprestáveis (TFE), ainda que conte com algumas modificações pelos autores. Consideremos que unidades superavitárias e deficitárias convivem num mesmo ambiente econômico; estas, ao realizarem gastos que superam sua renda corrente, se tornariam demandantes de recursos emprestáveis, enquanto aquelas, por realizar gastos inferiores à renda que auferem, seriam ofertantes de fundos emprestáveis, de forma direta ou sujeita à intermediação do sistema financeiro. Em suas versões originais, desenvolvidas de modo rigoroso por Ohlin (1937a e 1937b) e Ohlin et al. (1937), considera-se que para ofertar fundos no mercado, os agentes deveriam se abster do consumo corrente, reduzindo os gastos realizados ante sua renda. Em outras palavras, devem poupar. O ato de poupar constituiria um sacrifício, uma redução da utilidade extraída do nível de renda corrente, o que só se justificaria racionalmente caso existisse algum tipo de remuneração que ofereça uma melhor posição para o agente no futuro – em outras palavras, que amplie a capacidade de o agente gastar no futuro. Assim, agentes desejosos por fundos devem pagar uma remuneração que equivalha à necessária para que o outro tipo de agente ofereça fundos no mercado. Esta remuneração é justamente o preço dos fundos emprestáveis: a taxa de juros.

A TFE “clássica” vai além deste esquema básico e propõe que a oferta de fundos emprestáveis é equivalente à *poupança agregada planejada*, bem como que a demanda por

fundos é equivalente ao investimento agregado planejado (Ohlin, 1937a; Hermann, 2002: 51). Assim sendo, a taxa de juros é também o preço que equilibra poupança e investimento planejados: “dado o nível planejado de investimento, a poupança determina o nível da taxa de juros e, via oferta de [fundos,] financia o investimento.” (Hermann, 2002: 51). Assim, a poupança é tida como variável chave do processo de financiamento do investimento, pois, como colocado acima, em última instância, é ela que determina o nível de investimento agregado.

A modificação de Shaw (1973: 23-4) se dá apenas no sentido de que a poupança agregada é dividida em dois componentes: um “físico”, relacionado à formação de capital bruto por meio do investimento, e outro “monetário”, ligado à expansão do estoque real de moeda. Deste segundo componente, monetário, o autor deriva a principal relação entre taxa de juros e poupança agregada. A interação entre a demanda por moeda, relacionada à taxa de juros, e oferta de moeda determina o estoque monetário real (*idem*: 25-34). O estoque monetário real deve, em equilíbrio, estar no mesmo patamar da poupança monetária. Portanto, a taxa real de juros, a partir das variações no estoque de moeda verificadas, determina a poupança monetária e, conseqüentemente, *ceteris paribus*, a poupança agregada da economia.

A segunda relação, por sua vez, deriva diretamente da relação que, no enfoque neoclássico, a poupança guarda com o investimento e a expansão física de capital. Pode-se argumentar que o MSMK toma por base modelos de crescimento exógeno (Hermann, 2002: 42), para os quais a taxa de crescimento a longo prazo ( $g$ ) da economia possui relação positiva e é determinada pela taxa de poupança da economia,  $\delta$  (Snowdown & Vane, 2005: 598-602). Para que a economia cresça equilibradamente, esta taxa  $g$  deve estar em equilíbrio com a razão  $\delta/k$ , onde  $k$  representa a relação capital produto, garantindo que demanda e oferta agregadas sejam iguais a cada período, e com a taxa natural de crescimento  $g_n$ , que é relacionada direta e positivamente à taxa de crescimento da força de trabalho (e ao progresso

técnico), garantindo que o pleno emprego do estoque de capital e da força de trabalho seja atingido (Hermann, 2002: 42-47). Um aumento de  $\delta$ , portanto, leva a uma expansão da taxa  $g$ , garantindo crescimento e desenvolvimento (no sentido destes modelos) econômico mais acelerados<sup>26</sup>. O modelo de crescimento utilizado por Shaw (1973: 34-41) é apenas uma versão mais sofisticada do modelo apresentado acima, considerando as duas parcelas da poupança (física e monetária) mencionadas. McKinnon (1973: 123-9), em seu turno, apresenta uma versão mais próxima à desenvolvida acima.

Por fim, de forma implícita à esta base teórica (crescimento exógeno e TFE), pode-se argumentar (Hermann, 2002: 61) que o MSMK também toma como válida a hipótese de mercados eficientes (HME). Esta enuncia que “a capital market is said to be efficient if it fully and correctly reflects all relevant information in determining security prices” (Malkiel, 1992: 739)<sup>27</sup>. Neste contexto, os participantes do mercado são incapazes de “vencer o mercado”, isto é, realizar lucros extraordinários sistematicamente<sup>28</sup>. Refletindo os conceitos neoclássicos de eficiência de Pareto e de perfeita flexibilidade de preços (Hermann, 2002: 61), a HME garante que a taxa de juros mencionada nos parágrafos anteriores seja a taxa ótima de juros num contexto de preços flexíveis e que, assim, o mercado atinge seu ótimo no ponto de equilíbrio estabelecido pela TFE. A taxa de poupança e a poupança agregada atingiriam, portanto, seu máximo e, por conseguinte, a taxa de investimento e o crescimento econômico estariam também em seus respectivos pontos de máximo.

Resumindo em poucas palavras a base teórica do MSMK, conforme se elevem as taxas de juros (ótimas, considerando a validade da HME), mais elevadas serão a taxa de poupança e o volume da oferta de fundos emprestáveis da economia, o que elevaria o investimento

<sup>26</sup> Vale notar que a leitura dos modelos de crescimento exógeno pelo MSMK, ao contrário do estabelecido nos modelos originais (Domar, 1948; Harrod, 1948), vê na taxa de poupança  $\delta$  uma importante variável de ajuste para a busca do crescimento equilibrado a longo prazo.

<sup>27</sup> Em outros termos, mercados eficientes seriam aqueles onde os preços dos ativos negociados refletem fielmente a informação disponível aos agentes (Hermann, 2011: 6; Ross, 1994).

<sup>28</sup> Todas estas características adquirem validade apenas sob um conjunto restrito de hipóteses, a saber: “(a) ausência (ou níveis desprezíveis) de custos de informação; (b) ausência (ou níveis desprezíveis) de custos de transação; (c) ausência de incerteza. (Hermann, 2002: 60)”.

agregado e, conseqüentemente, a taxa de crescimento econômico (Agénor & Montiel, 1999: 208-209). Contudo, a argumentação dos autores não se limita a este ponto. Mais do que o mero crescimento econômico, ambos autores se preocupam com um fenômeno específico: a redução da dispersão entre os retornos dos investimentos (McKinnon, 1973: 9), associada a elevação dos retornos médios destes mesmos investimentos (Shaw, 1973: 75) – é este fenômeno que asseguraria maior taxa de investimento na economia, associado a “the adoption of best-practice technologies, and learning-by-doing” (McKinnon, 1973: 9), o que caracterizaria o fenômeno do desenvolvimento econômico. É neste sentido que o sistema financeiro e seu aprofundamento atuariam, de forma relevante.

#### ***II.4.b. O sistema financeiro e seu aprofundamento***

O espaço para o sistema financeiro se abre no mesmo sentido do que o sugerido no trabalho de Gurley e Shaw (1955). Contudo, lembrando a distinção entre financiamento direto e indireto, deve-se ressaltar que Shaw e McKinnon dão ênfases distintas ao “modelo” de financiamento a ser seguido.

McKinnon, em seu modelo de complementaridade (McKinnon, 1973: 57-61), traz o foco para os agentes que se autofinanciam: como para investir é necessário acumular recursos previamente, elevações na taxa de juros criam incentivos para acumulação prévia de poupança, necessária ao investimento, confinando os intermediários financeiros a um papel passivo e, assim, de coadjuvante neste processo. Ao sistema financeiro caberia o papel de oferecer ativos que remunerassem adequadamente e, portanto, estimulassem uma elevação da poupança de determinada unidade, que pudesse ser utilizada para financiar o investimento desta mesma unidade no futuro.

Já Shaw, “focuses on the role of deposit accumulation in expanding the lending potential of financial intermediaries” (Molho, 1986: 102 *apud* Fry, 1995: 29). O autor tem

como referência seu próprio modelo de intermediação financeira (Gurley e Shaw, 1955). Neste caso, os intermediários financeiros teriam papel mais ativo, de alocar de forma eficiente os recursos no mercado de fundos. Caberia aos intermediários, neste escopo, a busca pela equalização entre os desejos das unidades superavitárias e deficitárias, de modo a gerar uma combinação ótima entre poupança e investimento.

Contudo, as instituições financeiras estariam, em última instância, limitadas pelas preferências dos agentes quanto a onde alocar seus recursos, isto é, pela parcela da poupança alocada no setor bancário sob a forma de depósitos. Neste sentido, elevações da taxa de juros poderiam atrair mais depósitos nas instituições bancárias, ampliando assim a capacidade emprestadora delas e, portanto, contribuindo para uma alocação eficiente dos recursos.

É importante ressaltar por fim, que, como colocado por Molho (1986: 111 *apud* Fry, 1995: 29): “The two approaches complement each other because most projects are financed in part with own funds and in part with borrowings.” Logo, o sistema financeiro teria papel duplo: (i) oferecer ativos que remunerem adequadamente as unidades superavitárias, de acordo com suas preferências; com isso, as instituições financeiras também captariam a poupança necessária para (ii) ofertar apropriadamente recursos às unidades deficitárias, de modo a alavancar o potencial de investimento destas.

O aprofundamento dos sistemas financeiros, neste contexto, se coloca como elemento fundamental do desenvolvimento econômico. Como aponta Shaw (1973: 11): “Financial depth seems to be an important prerequisite for competitive and innovative disposition of savings flow.” No MSMK, o desenvolvimento financeiro é associado à maior destinação de recursos ao sistema financeiro, tanto pela via da diversificação dos instrumentos financeiros oferecidos, quanto pela redução da dispersão das taxas de juros oferecidas por estes diferentes instrumentos. O desenvolvimento financeiro é o motor de uma expansão do montante de



poupança agregada e da taxa de poupança da economia. E com isso, níveis mais elevados de investimento e de desenvolvimento econômico seriam verificados.

A condicionalidade ao desenvolvimento financeiro colocada pelos autores passa diretamente pelas políticas financeiras levadas a cabo pelo Estado. Em especial, Shaw e McKinnon associam o desenvolvimento financeiro diretamente à liberalização financeira; enquanto a repressão financeira, em função de políticas adotadas pelo Estado, tenderia a limitar o desenvolvimento das nações.

#### ***II.4.c. Liberalização e desenvolvimento financeiro e econômico***

A adoção de políticas financeiras é um fator fundamental no MSMK de modo a condicionar o desenvolvimento financeiro e, portanto, econômico de cada país. Contudo, as políticas financeiras a serem conduzidas pelo Estado deveriam atuar no sentido de eliminar a “síndrome intervencionista”. Ou seja, eliminar os canais pelos quais, nesta visão, o desenvolvimento financeiro é restringido.

Neste sentido, os autores identificam uma série de políticas que denominaram de “repressão financeira” (Shaw, 1973: Cap. 4), que acabam por gerar ineficiências no sistema de mercado, incentivos e preços. Fazendo ligação com o contexto histórico apresentado no capítulo anterior, estas políticas teriam tomado lugar nos países desenvolvidos e subdesenvolvidos no imediato pós-Guerra (Seções I.5 e I.6), contemplando os controles de taxa de juros – em especial, das taxas de depósitos –, direcionamento de crédito, controles quantitativos, etc.<sup>29</sup> Argumenta-se que as distorções geradas por estas políticas deveriam ser eliminadas, cabendo ao Estado empregar outro tipo de política financeira, no sentido da liberalização dos mercados financeiros.

---

<sup>29</sup> McKinnon (1973: Cap. 3) apresenta um escopo mais amplo da repressão financeira ou “síndrome intervencionista”.

Em outras palavras, o MSMK argumenta que a intervenção estatal no mercado financeiro, no sentido apresentado no parágrafo anterior, é deletéria. De fato, retomando a base teórica, se vale a hipótese de mercados eficientes, qualquer política financeira intervencionista geraria distorções no sistema de preços e incentivos que teriam por resultado um equilíbrio menos eficiente que o suscitado pelo mercado (Fry, 1995; Agénor & Montiel, 1999; Hermann, 2003; Studart, 1995).

Neste sentido, Shaw (1973: 10) aponta que:

“Liberalization opens the way to superior allocations of savings by widening and diversifying the financial markets on which investment opportunities compete for the savings flow. [...] In the liberalized economy savers are offered a wider menu of portfolio choice. The market for their savings is extended; a broader range of selection in terms of scale, maturity, and risk becomes available; and information for comparison of alternatives can be obtained more cheaply.”

Assim, as políticas financeiras que deveriam ser seguidas deveriam ter como norte o modelo de liberalização financeira, sintetizado por Hermann (2002: 40) da seguinte forma:

“A liberalização financeira, entendida como eliminação dos controles sobre as taxas nominais de juros e câmbio e das barreiras legais à livre composição de portfólios pelos poupadores e instituições financeiras, seria, então, o caminho para elevar a taxa de poupança (interna e externa) da economia e, com ela, as taxas de investimento e de crescimento”.

Ou seja, caberia ao Estado retirar todas as possíveis barreiras à livre operação dos mercados financeiros; deixar que o mercado operasse por si só. Isto significa que não haveria espaço para a intervenção do Estado no sentido de “melhorar” a alocação de recursos, já que a alocação alcançada pelo mercado financeiro liberalizado corresponderia à melhor alocação de recursos possível<sup>30</sup>. Caberia a ele apenas assegurar que a plena liberalização financeira – “complete rather than partial liberalization is more likely to be ultimately succesful” (McKinnon, 1973: 4) – fosse atingida.

---

<sup>30</sup> Em paralelo, o que o Estado poderia fazer para auxiliar neste processo seria: supervisionar o sistema financeiro, garantir um sistema jurídico eficiente e buscar a estabilidade macroeconômica. Neste caso, porém, a aplicação do termo “intervenção” é inadequada (Hermann, 2011: 11).

A interpretação do MSMK, contudo, é criticada por uma série de autores. As críticas vão desde questionamentos sobre a base teórica do MSMK – ou seja, a validade da TFE e da HME – à própria relação entre os sistemas financeiros e o desenvolvimento econômico, bem como o receituário de políticas financeiras. O enfoque novo-Keynesiano representa uma primeira abordagem alternativa e será explorado a seguir.

## **II.5. Stiglitz e os novos-Keynesianos: falhas de mercado e intervenção**

A contribuição de Shaw e McKinnon se tornou referência a todas as contribuições subsequentes sobre a temática analisada neste primeiro tomo. Como argumentamos anteriormente, o MSMK foi o primeiro a delinear teoricamente a relação entre políticas financeiras, desenvolvimento financeiro, sistema financeiro e desenvolvimento econômico. As abordagens que se seguiram partem, inevitavelmente, da crítica a elementos do MSMK – em especial, em relação a base teórica que o orienta. Neste sentido, a abordagem novo-Keynesiana, que também pode ser chamada de abordagem das falhas de mercado, traz críticas fundamentais ao MSMK, identificado por Stiglitz (1989: 61) com os economistas de Chicago:

“much of the simplistic advice given by ‘Chicago’ economists is based on the hypotheses that markets for capital are just like markets for chairs and tables; that free markets – whether for chairs, tables, or capital – ensure Pareto efficient resource allocations; and that policies that move the economy closer to free market solutions are welfare enhancing. All three of these presumptions are incorrect.”

Esta constatação leva a duas consequências: a primeira, relacionada a uma crítica teórica fundamental à hipótese de mercados eficientes, e a segunda, relacionada à prescrição de política econômica neoclássica derivada do MSMK.

### ***II.5.a. Falhas de mercado e os fundamentos teóricos do modelo novo-Keynesiano***

Tal como desenvolvido pelos outros corpos teóricos, a acumulação de capital, que se dá como resultado do processo de investimento, é considerada elemento fundamental do

processo de desenvolvimento econômico. Contudo, mais do que a mera acumulação, os novos-Keynesianos chamam também atenção para “the importance of the processes and institutions by which capital is allocated, and the resulting uses to which it is put.” (Stiglitz, 1989: 55).

Neste sentido, a crítica fundamental desta corrente ao MSMK se dá em relação à eficiência da alocação via mercado e, portanto, à validade da HME. A eficiência referida aqui está diretamente relacionada à validade do primeiro teorema fundamental do bem-estar, que estabelece: “(1) if there are enough markets, (2) if all consumers and producers behave competitively, and (3) if an equilibrium exists, then the allocation of resources in that equilibrium will be Pareto optimal (see Arrow 1951 or Debreu 1959).” (Ledyard, 1992: 654). Logo, a violação de qualquer uma das três hipóteses implicaria a invalidade do primeiro teorema e, assim, um equilíbrio alocativo distinto do ótimo de Pareto, ou seja, Pareto-ineficiente.

Este é justamente o caso considerado pelos autores novos-Keynesianos. Greenwald e Stiglitz (1986 e 1988) apontam que há condições típicas dos mercados que levam à violação das hipóteses acima, implicando que a alocação alcançada pelo mercado não seria um ótimo de Pareto, sendo tratada como uma falha de mercado. Em termos formais: “Market failure occurs when there are too few markets, non-competitive behaviour, or non-existence, leading to inefficient allocations.” (Ledyard, 2008). As falhas de mercado se manifestam nos mais distintos tipos de mercados (por exemplo, o mercado de trabalho), incluindo aí, especialmente, o mercado de investimento ou de capital.

No que tange ao financiamento do “déficit” das unidades deficitárias pelas unidades superavitárias ou o financiamento do investimento pelos poupadores, de forma direta, uma situação relevante se coloca. Cada unidade particular estaria à procura, tanto para fins de investimento ou poupança, de determinadas escala, maturidade e condições de risco próprias

que satisfaçam seus anseios. Para tal, é necessário buscar a informação sobre a contraparte que irá utilizar seus recursos de modo a garantir a equalização entre os anseios das partes e, assim, viabilizar as operações. Os novos-Keynesianos, contudo, ressaltam “the importance of imperfect and costly information in the economy” (Stiglitz, 1989: 56) e mais especificamente no mercado de capital (Rothschild e Stiglitz, 1976; Stiglitz e Weiss, 1981; Greenwald e Stiglitz, 1988; Stiglitz, 1989).

### ***II.5.b. As instituições financeiras no contexto de falhas de mercado***

Para os novos-Keynesianos é a existência de imperfeições ou custos, ou seja, de falhas de mercado nos mercados de capital que faz com que intermediários ou instituições financeiras ganhem lugar. Como colocado por Levine (1997: 5), “the costs of acquiring information and making transactions create incentives for the emergence of financial markets and institutions. [...] Financial markets and institutions may arise to ameliorate the problems created by information and transactions frictions.”

As instituições financeiras cumpririam, portanto, as seguintes funções: (i) reduzir os custos de informação envolvidos nas transações financeiras; (ii) produzir informações *ex ante* sobre possíveis investimentos, alocando capital (“screening role”, Stiglitz, 1989: 56); (iii) monitorar e exercer governança corporativa após a operação financeira se concretizar (“monitoring role”, *ibidem*); (iv) facilitar a negociação, diversificação e o controle do risco (Levine, 2004: 15-21); (v) mobilizar/reunir poupança (“aggregate savings”, Stiglitz, *ibidem*); e, (vi) facilitar as trocas (Levine, *idem*: 24-5).

Na medida em que o aprofundamento e o desenvolvimento dos sistemas financeiros se verificassem o desenvolvimento econômico seria favorecido, em função da maior intensidade de redução dos custos de informação e transação proporcionada. Com um sistema financeiro mais desenvolvido, é razoável para esta corrente supor disponível (a menor custo) maior

quantidade de informações sobre os possíveis investimentos, maior *pool* de poupança passível de ser canalizado para o financiamento dos investimentos, melhores padrões de governança, bem como maior facilidade na diversificação de risco e nas operações financeiras. Assim, quanto mais desenvolvido o sistema financeiro, menos custos se colocariam aos agentes no mercado de poupança e investimento.

Do ponto de vista da base teórica, a justificativa para a existência de mercados financeiros pela existência de custos de transação e informação<sup>31</sup> vai diretamente de encontro às condições de validade da HME. Ainda, esta constatação é relevante para determinar a substituição da TFE pelo modelo de racionamento de crédito (MRC) novo-Keynesiano<sup>32</sup>, cuja principal conclusão aponta que a taxa de juros é um mecanismo de seleção imperfeito, criando (potencialmente) um excesso crônico de demanda por crédito, ou, uma escassez crônica de oferta de crédito. Esta é uma das falhas de mercado associadas à operação dos mercados financeiros; outras são apontadas a seguir:

### ***II.5.c. Falhas de mercado nos mercados financeiros***

Além da escassez crônica de crédito, Stiglitz (1994) aponta de forma esquematizada outras sete fontes de falhas de mercado endêmicas ao caso dos mercados financeiros. A primeira estaria ligada ao fato de que a informação derivada do monitoramento – em especial, em relação a solvência das empresas e sobre a administração destas mesmas – acaba por se tornar um bem público. Como colocado pelo autor (1994: 25), “If one shareholder takes actions that enhance the value of the shares of the firm [...] all shareholders benefit”. O resultado desta característica é que é pequeno o esforço empreendido para monitorar as empresas que tomam recursos no mercado de capitais – há uma “suboferta de monitoramento” (*ibidem*). Nesta situação, os administradores se tornam mais propensos a assumir mais riscos,

---

<sup>31</sup> Na ausência destas condições, não haveria necessidade de mercados financeiros existirem. Isso fica claro quando tomamos por referência o modelo Arrow-Debreu (Arrow, 1951; Debreu 1959).

<sup>32</sup> Ver Stiglitz & Weiss (1981), Blanchard & Fisher (1994) e/ou Hermann (2000).

bem como os investidores tendem a alocar uma menor parcela de recursos à tais instituições, em função da falta de confiança. A subalocação de recursos e o equilíbrio subótimo ficam assim caracterizados.

A segunda fonte de falha de mercado deriva das externalidades associadas ao monitoramento, à seleção e ao ato de emprestar. Estas externalidades podem ser positivas ou negativas. Como exemplo do primeiro caso, o fato de haver um ou mais potenciais ofertantes de crédito a uma firma, reforça sua posição como demandante – isto é, facilita a obtenção de recursos pela mesma. Já como exemplo de externalidade negativa, podemos mencionar uma situação onde há muitas firmas “ruins” concorrendo por empréstimos. Neste caso, as firmas saudáveis tendem a ser penalizadas, em função da dificuldade dos investidores de distinguirem entre as firmas “boas” e “ruins” num contexto de informação assimétrica. Portanto, à medida que estas externalidades não são incorporadas (“internalizadas”), os mercados podem ser ditos ineficientes.

A terceira fonte de falhas mencionada por Stiglitz está ligada às externalidades relacionadas à falência e insolvência das instituições financeiras. Dada a natureza sistêmica da operação nos mercados financeiros, a falência de uma única instituição financeira pode disseminar uma desconfiança generalizada sobre o sistema como um todo, gerando corridas bancárias e processos severos de deflação de ativos, com possíveis impactos sobre o lado real da economia. As instituições financeiras, em seu turno, não têm incentivos para olhar para estas externalidades: “they only look at their private costs and benefits” (*idem*: 27), criando uma situação de ineficiência dos mercados.

A quarta fonte destacada é o caso de mercados incompletos ou inexistentes (*missing markets*). Tal situação decorre basicamente da presença de assimetrias de informação, que se manifestam tanto no mercado de crédito quanto no mercado de capitais e constitui uma violação direta de uma das hipóteses (a de mercados completos) do teorema do bem estar. O

modelo de racionamento de crédito se coloca neste contexto (Stiglitz e Weiss, 1981). Stiglitz considera este fator uma fonte perene de ineficiência – ainda que o desenvolvimento financeiro, materializado num maior número de mercados para diferentes ativos, mitigue tal situação.

A quinta fonte de ineficiência dos mercados deriva da presença de competição imperfeita. O fato das informações serem obtidas a um custo significativo e de determinadas operações serem bilaterais (por exemplo, o empréstimo de um determinado banco a uma determinada firma envolve apenas os dois agentes) cria vantagens/desvantagens competitivas a favor de determinados agentes, em detrimento de outros. A competição, assim, se torna imperfeita, violando uma das premissas básicas do teorema do bem estar e, portanto, o invalidando.

A sexta fonte de falhas de mercado nos mercados financeiros está ligada à endogenia das informações. Embora não explicitado acima, pode-se afirmar que o primeiro teorema do bem estar assume que as informações devem ser exógenas – ou seja, não devem ser afetadas por nenhuma ação de algum agente que compõe o mercado. Esta última hipótese também se revela implausível no contexto de operação dos mercados financeiros: “gathering information is one of the essential functions of financial markets” (*idem*: 29). Mais que isso, mesmo numa situação onde estas duas premissas sejam verificadas, “private returns diverge from social returns” (*idem*: 30) – como já também mostrado anteriormente. Todas essas condições apontam para um equilíbrio subótimo no sentido de Pareto e, portanto, para a ineficiência dos mercados financeiros.

A sétima e última fonte de falha de mercado – Stiglitz destaca que não é uma falha de mercado propriamente dita, mas a considera mesmo assim – deriva dos investidores desinformados ou mal-informados. A incapacidade de julgamento de informações pode



igualmente gerar resultados ineficientes, pois emula resultados do caso onde há assimetria informacional.

Este resultado (ineficiência) tem importantes conseqüências para o MSMK. No contexto do MSMK, a taxa ótima de juros determinada pela TFE (mesmo com preços flexíveis) não garante que o ótimo seja atingido no equilíbrio determinado puramente pelas forças do mercado. A taxa de poupança e a poupança agregada, portanto, também não atingiriam seu máximo e a taxa de investimento e o crescimento econômico estariam também aquém do equilíbrio Pareto-eficiente. A liberalização financeira, assim, não garantiria um resultado ótimo. Pelo contrário, reforçaria a sujeição dos indivíduos às falhas de mercado, implicando um resultado ineficiente. Aí se abre a porta para o debate sobre as políticas financeiras e a intervenção estatal.

#### ***II.5.d. Políticas financeiras no modelo novo-Keynesiano***

O debate liberalização x repressão financeiras colocado pelo MSMK com um peso favorável à liberalização tende a um novo equilíbrio de forças se considerarmos o modelo novo-Keynesiano. Como coloca Hermann (2002: 185), na existência de falhas de mercado,

“a liberalização não conduz à melhor alocação de recursos: tal política sanciona a ineficiência ‘natural’ do mercado de ativos e não oferece instrumentos capazes de minimizá-la. Além disso, face às conexões entre este mercado e os demais setores da economia, a liberalização financeira não compromete apenas a eficiência deste mercado, mas de todo o sistema econômico.”

Portanto, a alternativa que se coloca ao modelo de liberalização envolve necessariamente uma participação do Estado por meio da instituição de políticas financeiras, que mitiguem as falhas de mercado típicas dos mercados financeiros. Como coloca Stiglitz (1989: 61): “There may exist government policies which will enhance the capability of the market economy to raise and allocate capital.” Ou seja, o Estado deve intervir de forma mais

ou menos direta para que o sistema atinja um equilíbrio superior ao atingido puramente pelo mercado.

Vale notar que esta discussão passa inclusive pela possibilidade da intervenção governamental se dar no caminho correto ou não (ou seja, passa pela discussão sobre falhas de governo<sup>33</sup>), mas, como mostram Greenwald & Stiglitz (1986) e reforça Stiglitz (1989: 61), “economies in which markets are incomplete or in which information is imperfect – that is, all economies – are, in general, not constrained Pareto efficient; that is, there almost always exist some form of quite limited government intervention [...] which is Pareto improving.”

Isto abre espaço para que o Estado atue no sentido do desenvolvimento financeiro, promovendo uma alocação de recursos menos ineficiente e, assim, contribuindo para uma trajetória de crescimento e desenvolvimento econômico mais robusta. Estas políticas contemplam uma série de medidas:

“Government actions include creating and regulating financial market institutions, intervening in these institutions through other than regulatory means, and intervening directly in the capital market (providing direct loans). In addition, many government policies, including those pertaining to taxes, bankruptcy, and accounting, have an intentional or unintentional effect on financial markets.” (Stiglitz, 1994: 32)

A análise destas políticas, contudo, ficará a cargo do Tomo II desta dissertação. Do ponto de vista teórico, com o qual nos preocupamos aqui, ainda resta analisar uma última corrente de pensamento: a abordagem pós-Keynesiana, apresentada a seguir.

## **II.6. Pós-Keynesianos: incerteza, funcionalidade e a necessidade perene e direta do Estado**

Tal como o MSMK e os novos-Keynesianos, o enfoque teórico pós-Keynesiano discute explicitamente a relação entre sistemas financeiros, desenvolvimento financeiro e

---

<sup>33</sup> Sobre o tema, ver Stiglitz (1998) e/ou Tullock *et alli* (2002).

desenvolvimento econômico. Em contraste com aquelas duas outras abordagens teóricas, pós-Keynesianos enxergam o desenvolvimento financeiro a partir de uma perspectiva crítica, considerando os efeitos da preferência pela liquidez e da hipótese de instabilidade financeira. Além disso, as críticas em relação ao MSMK são mais radicais do que as críticas novo-Keynesianas. Em especial, o conceito de eficiência cede lugar ao conceito de funcionalidade dos sistemas financeiros (Studart, 1995), o que abre uma lacuna relevante para a implementação de políticas financeiras ativas pelo Estado.

#### ***II.6.a. Fundamentos teóricos: economia monetária de produção e a teoria da preferência pela liquidez***

A fundamentação teórica do arcabouço pós-Keynesiano retoma elementos originais do pensamento de Keynes e do respectivo arcabouço teórico apresentado na subseção II.2.a. Os autores de filiação pós-Keynesiana, contudo, dão passos importantes em relação à teoria oferecida por Keynes, em especial, na direção das questões fundamentais levantadas ao longo deste capítulo, quais sejam a relação entre sistema financeiro, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico. Exploraremos com minúcia esta teoria tanto em razão dela oferecer um corpo mais complexo para o entendimento da mencionada relação como pelo fato de a utilizarmos como instrumental para o prosseguimento da análise da dissertação.

O conceito de economia monetária de produção constitui o principal pilar da base da teoria pós-Keynesiana ou seu núcleo duro, como propõe Carvalho (1992: cap. 3) – ver também Davidson (1972), Eichner e Kregel (1975) e Minsky (1986). Uma economia deste tipo compartilha as seguintes características, definidas em termos de seis postulados. O primeiro estabelece que as firmas, agentes individuais que possuem suas próprias motivações e objetivos, produzem visando obter lucros sob a forma monetária (princípio da produção).

O segundo estabelece que as firmas ocupam o posto superior da hierarquia, sendo suas estratégias dominantes sobre as dos demais agentes – afinal, suas decisões de produzir e investir é que determinam o nível de emprego e a poupança agregada (princípio da estratégia dominante).

O terceiro postulado estabelece que a atividade econômica é caracterizada por uma série de assincronias que separam os momentos da tomada de decisão e da verificação dos resultados – o tempo é variável chave. Assim, as firmas agem baseadas em suas expectativas, o que torna a formação das expectativas um processo relevante (princípio da temporalidade).

Segue a este postulado o princípio da incerteza ou da inergodicidade (Davidson, 1994: cap. 2), que estabelece que os processos econômicos não tendem a uma posição pré-determinada no futuro. Estes processos estariam sujeitos a rupturas e inovações, de modo que o universo de eventos é desconhecido dos agentes. Em outras palavras, “Keynes defined as uncertain a phenomenon whose probability cannot be calculated, leaving people ignorant about the future” (Ferrari Filho & Conceição, 2005: 582). Este quarto postulado não implica a inação, mas o desenvolvimento de instrumentos que possam coordenar a atividade econômica – por exemplo, um sistema de contratos denominados em moeda – de modo a garantir alguma segurança aos agentes. Este é justamente o quinto postulado, o princípio da coordenação.

Segue a ele, por fim, o princípio das propriedades da moeda, que estabelece que suas elasticidades de produção e substituição são negligíveis, garantindo-lhe, assim, o título de ativo de liquidez máxima na economia e sua capacidade para liquidar obrigações e ser poder de compra em sua forma geral.

Desses seis postulados derivam-se as características de uma economia monetária de produção, marcadas pela não neutralidade da moeda no longo prazo, pela emergência de uma circulação financeira paralela à circulação industrial (Keynes, 1929) e pela vigência do princípio da demanda efetiva (Keynes, 2007; Carvalho, 1992; Kregel, 1980). Este último

ganha relevância da mesma forma do que apresentado na subseção II.2.a, colocando o investimento como elemento central na determinação da dinâmica da demanda agregada – já que é o único relativamente autônomo à renda corrente – e, portanto, do desenvolvimento econômico.

Como colocamos anteriormente, na subseção II.2.a, a decisão de investir se confunde com a decisão de alocar riqueza em ativos financeiros, já que ambos levam em conta promessas de renda futura, que definem a eficiência marginal de cada ativo. A decisão de investir, neste caso, está ligada à escolha a favor de um bem de capital, dentre diversas opções possíveis – incluindo aí a moeda. Neste sentido, não somente as promessas de renda futura são relevantes, mas o espectro de liquidez oferecida por cada ativo também o é. Assim, a decisão de investir se encontra num escopo mais geral de uma decisão de escolha entre ativos distintos.

O modelo de escolha de ativos é identificado por alguns pós-Keynesianos com a teoria da preferência pela liquidez de Keynes (Carvalho, 1992: Cap. 6). Argumenta-se que numa economia monetária de produção, marcada pela presença de incerteza, inergodicidade e assincronias, a liquidez oferecida por um ativo representa uma conveniência ou segurança para seu detentor. Liquidez, neste contexto, é sinônimo de capacidade de venda de um ativo a curtíssimo prazo sem que se incorra uma perda significativa de valor do mesmo.

As características das economias monetárias de produção criam uma série de incentivos práticos e psicológicos para atribuir maior “valor” a ativos que ofereçam maior conveniência ou segurança – por exemplo, isso pode significar a possibilidade de “rever” uma decisão “irreversível” (dada a inergodicidade). Assim, no contexto da teoria da preferência pela liquidez (TPL), a “renúncia à liquidez por um período determinado” deveria ser recompensada, mediante uma taxa de juros (Keynes, 2007: 137). Esta taxa de juros não diz respeito apenas à taxa monetária de juros, mas a todas as taxas próprias de juros, como

definidas em Keynes (2007: Cap. 17). Isto é, a cada classe ou ativo individual seria atribuído um prêmio de liquidez referente à percepção dos agentes acerca da conveniência ou segurança oferecida por tal ativo.

Considerando o sexto postulado, que estabelece as propriedades da moeda, devemos ter em conta que: sendo a moeda a unidade de conta da economia reconhecida institucionalmente (pelo Estado e pela sociedade), ela poderá ser aceita como meio de pagamento para operações correntes e, caso haja certo consenso em relação à manutenção de seu valor, para liquidar contratos futuros; ao exercer estas funções em sua plenitude, a moeda será plenamente realizável em termos de qualquer ativo, bem ou serviço, sem representar uma perda de valor a curtíssimo prazo. Destarte, a moeda passa a ser percebida como um ativo. Não um ativo qualquer, mas o ativo de liquidez máxima da economia (Keynes, 1929: 3-19; Carvalho, 1992: 100-102).

Neste contexto, diversos autores de filiação pós-Keynesiana consideram a TPL não como uma teoria absoluta da taxa de juros, mas como uma teoria do diferencial das taxas próprias de juros de cada ativo em relação a uma taxa de referência: a taxa monetária de juros.

Tal afirmativa se clarifica quando consideramos o exposto no capítulo 17 da Teoria Geral. Um agente terá incentivos para demandar diferentes quantidades de diferentes ativos em função das taxas próprias de juros que os mesmos oferecem, calculadas sobre seus preços *spot* (Carvalho, 1992: 98). A taxa própria de juros de um ativo (para um determinado período de tempo), em seu turno, é determinada em função de três atributos: (i) as quase-rendas esperadas,  $q$ , que dizem respeito aos fluxos de receita derivados da utilização produtiva do ativo ou de sua posse – em outras palavras, são as receitas esperadas derivadas de lucros, juros ou dividendos; (ii) os custos de armazenagem,  $c$ , que dizem respeito a despesas (esperadas) relacionadas à mera presença do ativo no portfólio do agente e/ou possível desgaste do ativo; (iii) o prêmio de liquidez,  $l$ , que é uma medida do montante que os agentes

estariam dispostos a pagar pela conveniência ou segurança que a posse de determinado ativo oferece (Keynes, 2007: 225-226). Ainda, considerando que os retornos oferecidos pelos três atributos anteriores são medidos em unidades monetárias, pode-se adicionar um quarto atributo: a apreciação ou depreciação esperada do ativo (em unidades monetárias),  $a$ . Assim, o retorno proporcionado por cada ativo ( $r$ ), ou sua taxa própria de juros, seria dado por:  $r = a + q - c + l$ .

A demanda do mercado se orientará para o ativo que oferecer a maior taxa própria de juros. Neste sentido, uma maior demanda pelo ativo em questão elevará seu preço *spot*. Esta elevação do preço indica que, se é possível ampliar o estoque disponível deste ativo por meio da elevação de sua produção, as forças de mercado atuarão no sentido da redução da sua taxa própria de juros. Isso significa que a eficiência marginal (sinônimo de taxa própria de juros) dos ativos é, de um modo geral, decrescente<sup>34</sup>.

A exceção fica por conta da moeda. Como vimos, a moeda apresenta duas características essenciais: suas elasticidades de produção e de substituição são negligíveis. A primeira característica implica que não se pode empregar mais trabalhadores para produzir mais moeda quando a demanda por moeda se eleva; como sua quantidade é rígida, sua taxa própria de juros será refratária a baixa (Keynes, 2007: 180-181). A segunda característica estabelece que quando o “preço” da moeda se eleva, não há incentivos para substituí-la por outro ativo. Assim, no caso específico da taxa própria de juros da moeda, as forças que atuariam no sentido de reduzir a taxa própria de juros dos ativos em geral não exercem maiores pressões sobre a taxa monetária de juros (ou pelo menos não operam em sua plenitude), fazendo com que ela seja rígida a baixa (ou muito mais rígida que as taxas dos demais ativos) e, portanto, a mais elevada do mercado (Keynes, 2007: 223). Desta maneira, o

---

<sup>34</sup> Uma explicação mais detalhada deste processo pode ser encontrada em Keynes (2007: 178-180) e, mais especificamente para o caso de bens de capital, em Keynes (2007: 115-122).

mercado de ativos poderá atingir o equilíbrio quando todas as taxas próprias de juros se igualarem a taxa monetária<sup>35</sup>.

Conforme sugerido por Carvalho (1992: 98-9), pode-se tomar como exemplo um esquema com dois ativos, moeda e um título qualquer, onde:

$$r_m = a_m + q_m - c_m + l_m;$$

$$r_b = a_b + q_b - c_b + l_b;$$

sendo  $m$  referente a moeda e  $b$  ao título.

No caso da moeda, a mesma é caracterizada por oferecer um rendimento nulo, possuir baixíssimo custo de armazenagem e substancial prêmio de liquidez (Keynes, 2007: 178); além disso, como a moeda é medida em termos de si mesma, a apreciação ou depreciação será nula. Na notação aqui adotada, isto significa que  $q_m = a_m = 0$ ,  $c_m \approx 0$  e, logo,  $r_m = l_m$ .

Para os títulos não é necessário fazer nenhuma consideração específica acerca do valor de seus atributos. Contudo, deve-se ter em mente que o prêmio de liquidez por eles oferecido é menor que o oferecido pela moeda, já que esta última é considerada o ativo de liquidez máxima (Keynes, 2007: 183).

Para que haja equilíbrio no mercado de ativos, os retornos proporcionados por cada um deverão se igualar<sup>36</sup>:  $r_m = r_b$ . Substituindo as equações anteriores nesta última expressão, tem-se:

$$a_b + q_b - c_b + l_b = l_m \text{ ou}$$

$$a_b + q_b - c_b = l_m - l_b$$

Assim, em equilíbrio, os títulos devem oferecer retornos monetários positivos para compensar o fato de que os mesmos oferecem um menor prêmio de liquidez do que a moeda. Para abrir mão da liquidez proporcionada pela moeda, ou, mais precisamente, para compensar o diferencial de liquidez entre títulos e moeda, os agentes exigiriam uma remuneração de  $a_b +$

<sup>35</sup> Vale notar que este processo ocorre via apreciação/depreciação dos demais ativos em termos monetários (o  $a$  varia).

<sup>36</sup> Para uma explicação mais detalhada do processo de ajustamento do mercado, ver Keynes (2007: 178-180).



$q_b - c_b$ . Portanto, a taxa própria de juros de cada ativo representa uma recompensa por abrir mão de liquidez, relativamente à liquidez oferecida pela moeda.

A TPL pós-Keynesiana substitui a TFE como pilares teóricos do MSMK e dos novos-Keynesianos, respectivamente. Ela é fundamental para orientar não somente a discussão sobre a decisão de investimento, mas também a discussão sobre o papel do sistema financeiro em economias monetárias de produção e as políticas financeiras que o Estado deve por em prática.

### ***II.6.b. Sistemas financeiros no esquema pós-Keynesiano***

O papel dos sistemas financeiros e do desenvolvimento financeiro no desenvolvimento econômico para a teoria pós-Keynesiana está ligado diretamente a dois elementos: o estabelecimento de um sistema de contratos (monetários) que coordene a atividade econômica num contexto de incerteza; a provisão de *finance* e *funding* apropriados para o processo de investimento, que o sustente a longo prazo.

O sistema contratual que emerge em economias monetárias de produção é ponto de partida da análise de Minsky (1982 e 1986) sobre as economias modernas. Como contemplado no princípio da coordenação mencionado acima, a incerteza inerente à vida econômica leva os agentes a desenvolverem determinados mecanismos defensivos, dentre os quais se destaca o estabelecimento de contratos denominados em moeda.

Os contratos monetários estabelecidos entre os agentes envolvem a promessa de pagamentos em moeda no futuro, ou, como denomina Minsky (1992: 2), “[the] exchange of present money for future money”, de modo a mitigar ou mesmo eliminar a incerteza envolvida a algumas operações. Cada contrato representa uma obrigação assumida, de um lado, e um ativo retido, de outro. Cada agente ou unidade econômica possui, assim, uma espécie de balanço, que reúne seus ativos e passivos, ou promessas de recebimento ou

pagamento no futuro – além das posições no presente (Minsky, 1960: 184). Estes contratos são contratos financeiros por definição e constituem a base das relações financeiras. Desse modo, pode-se afirmar que as relações financeiras que caracterizam as economias monetárias de produção são construídas sobre este sistema de contratos monetários. Neste meio, emergem as instituições financeiras. Como Minsky (1960: 187) destaca:

“Financial institutions are typically business organizations which own financial assets and emit financial liabilities. This interposition by financial institutions takes various forms among which are the endorsing of other’s liabilities, the emission of their own liabilities in order to finance a position in other’s liabilities, and pure “brokerage” activities, which make markets. [...] Financial intermediaries which endorse, make otherwise unacceptable liabilities acceptable because of their expert evaluation and their net worth.”

A capacidade que os intermediários financeiros – em especial, os bancos – possuem em criar obrigações ganha caráter especial quando estas obrigações passam a ser percebidas pelo público como moeda. Como coloca Minsky (1960: 190), “[m]oney is that which can be used, by its owner, in its present form to make payments.” Assim, a partir do momento em que os bancos assumem a condução do sistema de pagamentos da economia – com o respaldo do Estado – não apenas a transformação de liquidez lhes é própria, mas também a possibilidade de criar moeda.

Isso fica claro quando retomamos a discussão sobre o financiamento do investimento e a provisão de *finance* e *funding*. Destacamos na subseção II.2.a que ao fornecer o *finance* necessário aos investimentos, os bancos criam uma espécie de fundo rotativo, que nada mais é que uma operação contábil, exatamente nos termos definidos nos parágrafos anteriores. Pelos mesmos motivos delineados na referida subseção, a relevância dos bancos para a viabilização do investimento é soberana. Além disto, os demais intermediários financeiros (que não operam o sistema de pagamentos diretamente) e os mercados de capitais complementariam essa função dos bancos por meio da promoção do alinhamento entre as condições de demanda e oferta de ativos financeiros, desenvolvendo, portanto, contratos que garantissem que o *funding* dos investimentos possa ser concretizado.

Em outros termos, o sistema financeiro tem por papel central a criação e canalização de recursos da circulação financeira para a circulação industrial (isto é, do mercado de ativos para o mercado de bens e serviços) para dar sustento ao processo produtivo e, sobretudo, o processo de investimento.

### ***II.6.c. Desenvolvimento financeiro e a hipótese de instabilidade financeira***

Diferentemente das abordagens anteriores, para a teoria pós-Keynesiana o desenvolvimento financeiro pode não carregar apenas aspectos benéficos ao desenvolvimento econômico. Crises financeiras seriam a manifestação última de tendências de expansão do aprofundamento e da diversificação dos sistemas financeiros (Minsky, 1992). Para entender tal proposição, retomemos a discussão sobre a operação das instituições financeiras.

A *rationale* para instituições financeiras – em especial, os bancos – adiantarem recursos às empresas (e mesmo às demais instituições financeiras) é a busca de lucros monetários, a partir das promessas de renda futura que estas realizam a favor daquelas, como contrapartida. Numa economia monetária de produção,

“a atividade econômica e as relações financeiras que a viabilizam, derivam e dependem, para sua sustentação, de um ‘sistema de confiança’. Este envolve, de um lado, as expectativas de renda futura daqueles que assumem dívidas (os investidores finais) e, de outro, as expectativas de retorno-risco daqueles que adquirem os ativos financeiros criados no processo de produção e investimento (poupadores finais e instituições financeiras).” (Hermann, 2002: 193)

Quando estabelecidos os contratos ou obrigações, refletem a percepção corrente acerca do ambiente econômico e das variáveis relevantes para a operação em particular. Em outras palavras, “[f]inancing practices result in payment commitments that are embodied in contracts that reflect market conditions and expectations that ruled when they were negotiated and signed” (Minsky, 1986: 219).

Em fases de otimismo, estabilidade e crescimento, os agentes tenderiam a incorrer em investimentos e aplicar em ativos mais arriscados e cujo retorno é mais incerto, tanto

voluntariamente, em função de seu otimismo exacerbado, como involuntariamente, em função de possíveis subestimações dos reais riscos aos quais estão se expondo. Neste processo, o nível de endividamento (ou a expansão das obrigações) do sistema como um todo se ampliaria – espaço onde os sistemas financeiros ocupam posição central.

O que marca igualmente este processo é que o objetivo final das instituições financeiras é a busca por lucros monetários. Isto confere papel especial às inovações financeiras e aos instrumentos utilizados, como elementos dinâmicos dentro desta lógica. A possibilidade de subestimação de riscos em fases de otimismo seriam características igualmente válidas para o sistema financeiro.

A conjunção destes *modi operandi* num contexto de incerteza acaba por criar uma tendência inerente à fragilização das posições financeiras nesta economia. Esta é justamente a hipótese de instabilidade financeira (HIF) levantada por Minsky (1992). Ou seja, o que a HIF sublinha é que à medida que um quadro de otimismo, estabilidade e crescimento se mantenha, posições cada vez mais frágeis do ponto de vista financeiro tendem a ser geradas, o que, em última instância, pode gerar um colapso do sistema econômico como um todo, iniciado a partir do setor financeiro. Em outras palavras, a HIF definida por Minsky (1982: 67-8 *apud* Hermann, 2002: 192) constitui “a theory of how a capitalist economy endogenously generates a financial structure which is susceptible to financial crises, and how the normal functioning of financial markets in the resulting boom economy will trigger a financial crisis.”

Por posições ou estrutura financeiras, entendem-se diferentes caracterizações do perfil de endividamento dos agentes ante ao fluxo esperado de recebimento de renda dos mesmos. Na tipologia de Minsky (1982: cap. 3; 1986) existiriam três tipos de posições dos agentes. O primeiro diz respeito à posição *hedge*, onde os agentes esperam ser capazes de arcar com o pagamento de obrigações (juros, dividendos e principal) integralmente com os fluxos de renda esperados que receberão em determinado período. O segundo, referente à posição

*especulativa*, onde os fluxos de renda esperados para determinado período seriam capazes de cobrir o pagamento dos juros integralmente, mas não do principal; isto obrigaria o agente a rolar sua dívida a cada período, podendo elevar seqüencialmente seu grau de fragilidade. No terceiro e último caso, a posição *Ponzi*, onde os fluxos de renda esperados são insuficientes sequer para liquidar integralmente o pagamento de juros, obrigando necessariamente o agente a tomar outras dívidas, possivelmente à custos crescentes, ou liquidar seus ativos para cobrir os pagamentos necessários – o que indica a existência de um certo limite a este processo.

O que a HIF contempla é justamente que, em períodos de otimismo, há uma tendência de migração das unidades das posições mais “seguras” (*hedge*) para posições mais frágeis (*especulativa e Ponzi*) que é inerente às economias monetárias de produção, onde vigore um grau razoável de desenvolvimento financeiro. Como sintetiza Hermann (2002: 196),

“em ‘economias monetárias’ que contam com sistemas financeiros razoavelmente desenvolvidos, o crescimento econômico é endogenamente fragilizador, porque as expectativas otimistas que lhe dão origem e a tendência ao comportamento convencional tornam os agentes (inclusive bancos) mais propensos a assumirem posturas especulativas.”

A frustração das expectativas neste contexto acarretaria igual frustração do recebimento de rendas e, portanto, da capacidade e possibilidade de pagamento das obrigações contratadas. Como apontado acima, existiriam três possibilidades: a contratação de novas dívidas para cobrir os pagamentos de juros e, eventualmente, principal, o que reforçaria as posições mais especulativas das unidades econômicas; a venda de ativos para cobrir o pagamento das obrigações, o que, caso se generalizasse, levaria a uma deflação dos preços dos ativos, especialmente numa economia marcada pela adoção de convenções que engendram comportamentos de manada; o mero *default*, que teria um impacto direto e negativo sobre as condições econômicas e reforçaria, portanto, a possibilidade de frustração das expectativas.

Ou seja, se levamos em conta o princípio da temporalidade: “[t]he payment commitments come due and are discharged as the economy moves through time” (Minsky,

1986: 219). Essa assincronia pode levar a situações onde as expectativas firmadas inicialmente não se verifiquem ou mesmo sejam subitamente alteradas – o que Keynes destaca como particularmente possível no que concerne às expectativas de longo prazo que orientam os investimentos (Keynes, 2007: cap. 12). Isto tornaria os mercados financeiros sistematicamente sujeitos a crises, o que marcaria uma fonte de ineficiência macroeconômica.

O desenvolvimento financeiro por si só, não garantiria, portanto, que o sistema econômico atingisse uma trajetória sustentável de desenvolvimento econômico. De fato, a evidência histórica apresentada no capítulo anterior parece corroborar esta constatação: o desenvolvimento financeiro que tomou lugar nos Estados Unidos entre boa parte do século XIX e os primeiros trinta anos do século XX e na economia mundial nos últimos trinta anos foi acompanhado pela emergência sistemática de crises financeiras que, em maior ou menor medida, afetaram as trajetórias de crescimento e desenvolvimento econômico das nações. Em especial, a crise financeira mais recente parece ter deprimido significativamente o potencial de desenvolvimento tanto dos países centrais como, em menor medida, dos países em desenvolvimento.

Logo, o desenvolvimento financeiro, de modo geral, não pode ser tomado como um bem em si. Sua contribuição para o desenvolvimento econômico dependerá da forma que ele assume e, em especial, do papel exercido pelo Estado neste processo. Antes de passar a esta questão, contudo, cabe analisar mais um elemento da operação dos sistemas financeiros.

#### ***II.6.d. Preferência pela liquidez nos sistemas financeiros***

Os princípios que definem as economias monetárias de produção e a teoria da preferência pela liquidez permitem contestar também a validade da hipótese de mercados eficientes assumida pelo MSMK. A inexistência de informação sobre o futuro (universo de eventos desconhecidos) impede que os agentes incorporem efetivamente ao preço dos ativos

financeiros informações sobre a evolução do mercado (por exemplo, no que tange à evolução liquidez dos mercados secundários) e dos demais atributos que se considera relevante para a tomada de decisão (por exemplo, da rentabilidade das operações em determinado setor). O preço dos ativos estaria condicionado, na realidade, à interpretação dos agentes sobre as condições correntes do mercado (informação existente) e sua própria criatividade em “preencher” o conjunto de eventos futuros passíveis de realização, bem como ao próprio grau de confiança que os agentes depositam nestas expectativas (Carvalho, 1992: Cap. 3). Esta condição viola, assim, a hipótese de existência de mercados completos, fundamental para a validade do primeiro teorema do bem estar. A HME, portanto, não é válida numa economia monetária de produção, o que reforça a ineficiência sistemática dos mercados financeiros.

É importante salientar que a violação do primeiro teorema do bem estar permite que classifiquemos a presença de incerteza como uma espécie de falha de mercado, na terminologia novo-Keynesiana. Contudo, mais do que uma falha de mercado, a incerteza é uma característica regular e mesmo moldadora das economias monetárias de produção (Kregel, 1980), o que faz com que a ineficiência destes mercados seja perene.

Contudo, a ineficiência derivada da incerteza não se traduz somente na ineficiência dos mercados financeiros, mas também na ineficiência do sistema macroeconômico como um todo. A preferência pela liquidez que se manifesta implica que algumas classes de ativos sejam sistematicamente preteridas pelos agentes. Notadamente, os ativos cujas características são associadas a maior incerteza e menor liquidez: neste caso, (i) não se tem uma dimensão confiável dos valores para os quais  $(q - c)$  pode convergir no futuro, o que inviabiliza o cálculo econômico; (ii) ainda que se formule um conjunto de eventos, o intervalo de dispersão para os valores prováveis de  $(q - c)$  é elevado. Contribuem negativamente, ainda, (iii) a inexistência ou o baixo desenvolvimento de um mercado secundário para o ativo em questão, onde  $a$  possa exercer o papel de variável de ajuste; e a (iv) incapacidade de definir  $l$ .

Segundo Hermann (2011: 9), encaixam-se neste grupo, de um modo geral, os bens de capital (que, praticamente, não tem mercado secundário e, portanto, tem prêmio de liquidez praticamente nulo), ativos financeiros cujo mercado secundário seja pouco desenvolvido, operações de crédito de longo prazo, operações de crédito com destino a pequenas e médias empresas e, sobretudo, o financiamento de pesquisa e desenvolvimento e de investimentos em inovações.

É importante frisar que a aversão a estes ativos se torna ainda mais relevante num contexto onde os agentes tendem a adotar comportamentos convencionais, o que também constitui um tipo de manobra defensiva para lidar com a incerteza:

“Knowing that our own individual judgement is worthless, we endeavor to fall back on the judgement of the rest of the world which is perhaps better informed. That is, we endeavor to conform with the behavior of the majority or the average.” (Keynes, 1937a: 214)<sup>37</sup>

Isto significativa que os ativos pouco líquidos tenderiam a ser rejeitados não a nível individual, mas pelo mercado como um todo: o agregado do mercado tenderia a migrar para uma classe restrita de ativos, os mais líquidos, dificultando que os ativos referidos obtivessem demanda correspondente (o que afetaria em última instância sua “produção”). O grande problema desta tendência é que justamente a classe de ativos fundamental para o desenvolvimento econômico é preterida neste processo. Em outras palavras, a tendência *curto prazista* dos mercados financeiros é traduzida para o lado real da economia em meio à aversão ao investimento. Isso faz com que a preferência pela liquidez seja considerada a principal fonte de ineficiência macroeconômica na alocação de recursos (Hermann, 2011).

#### ***II.6.e. Desenvolvimento financeiro: da eficiência à funcionalidade***

Diante do exposto nas últimas subseções, pode-se afirmar que a incerteza a qual permeia as economias monetárias de produção gera uma condição sistemática de ineficiência

---

<sup>37</sup> Uma discussão resumida sobre convenção é apresentada em Modenesi et al. (2013) e Dequech (2011).



dos mercados financeiros. A preferência pela liquidez e a hipótese de fragilidade financeira traduzem dois “canais” fundamentais pelos quais esta ineficiência se manifesta. Nesse contexto, o que fica claro é que: “os recursos desenvolvidos para [contornar a incerteza] têm eficácia limitada, o que mantém a condição de ineficiência do mercado, mesmo no plano microeconômico.” (Hermann, 2011: 10).

Mais que isso, deve-se considerar que no contexto de incerteza as expectativas e o grau de confiança de cada agente não são necessariamente iguais, mesmo que todos utilizem o mesmo conjunto de informação disponível no presente. O conjunto total de informações, por assim dizer, depende do julgamento sobre o futuro de cada um – o que pode diferir substancialmente. Neste contexto, o que pode ser “eficiente” para um agente pode ser “ineficiente” para outro, fazendo com que o próprio conceito de eficiência torne-se irrelevante ao considerarmos o agregado do mercado financeiro, isto é, o plano macroeconômico.

Este ponto vai de encontro às duas abordagens anteriores: para o MSMK o desenvolvimento financeiro, a ser alcançado pelas políticas financeiras que perseguissem a liberalização financeira, estaria associado à elevação da eficiência dos mercados financeiros e, em consequência, do mercado de investimento e poupança; para novos-Keynesianos o desenvolvimento financeiro levaria a uma redução nos custos de informação e transação (não sem alguma dose de políticas financeiras do Estado) que também aumentaria a eficiência do sistema financeiro e, assim, do sistema macroeconômico como um todo. Se o conceito de eficiência perde sua *raison d'être* na perspectiva pós-Keynesiana, por que, então, perseguir o desenvolvimento financeiro – já que ele não vai eliminar as “ineficiências”, por assim dizer, inerentes às economias monetárias de produção? Em especial, por que buscar o desenvolvimento financeiro se ele estaria associado a uma elevação da fragilidade financeira que prejudicaria o processo de desenvolvimento econômico?

A preferência pela liquidez e a hipótese de instabilidade financeira não fadaram as economias monetárias de produção *necessariamente* a um colapso. Existe, sim, a possibilidade inerente de crises financeiras ocorressem. Contudo, esta possibilidade depende do caráter que a expansão e desenvolvimento do sistema financeiro e as posições tomadas pelos agentes assumam.

Para determinados autores pós-Keynesianos, o desenvolvimento financeiro pode conviver com uma expansão do grau de fragilidade que se revele “sustentável”. O conceito de funcionalidade do sistema financeiro, definido por Studart (1995), surge neste contexto.

Como o autor apresenta:

“a financial system is functional to the process of economic development when it expands the use of existing resources in the process of economic development with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances, that may halt the process of growth for purely financial reasons.” (Studart, 1995: 64).

Na perspectiva pós-Keynesiana, pensar desenvolvimento financeiro sem integrá-lo ao conceito de funcionalidade para o desenvolvimento econômico implica um pessimismo exacerbado sobre o papel que o sistema financeiro pode exercer no desenvolvimento econômico.

Partindo da perspectiva de Carvalho (2010: 9, grifos meus), pode-se redefinir o conceito de funcionalidade de modo que chamemos atenção a um aspecto específico:

“Um sistema financeiro funcional no apoio ao desenvolvimento econômico tem de cumprir duas funções essenciais: *disponibilizar recursos financeiros* para a sustentação do processo produtivo e da realização de investimentos [...] *no volume e nos termos apropriados*; e criar ativos financeiros com os perfis de retorno e risco demandados pelos agentes privados para que estes possam acumular riqueza.”

Nesta definição, o desenvolvimento financeiro seria compatível com o desenvolvimento econômico sustentado, em especial, se for capaz de criar instrumentos e estruturas financeiras que provisionem o *funding* adequado das posições dos agentes – especificamente, dos investimentos. Com o *funding* adequado, os descasamentos das posições

financeiras dos agentes seriam igualmente limitados, o que diluiria a fragilidade financeira ao longo do processo de desenvolvimento.

A probabilidade que os mercados financeiros (privados) desenvolvam por si tais instrumentos e estruturas, contudo, é pequena – dadas as características que definem a operação deste mercado (em especial, a busca por lucro) –, o que justifica o pessimismo de pós-Keynesianos neste tema. Contudo, a participação estatal e as políticas financeiras podem contribuir para tal objetivo, conjugando desenvolvimento financeiro com funcionalidade.

#### ***II.6.f. Espaço para Políticas Financeiras***

Há, portanto, uma janela para a intervenção do Estado de modo a mitigar os problemas referentes à incerteza e promover a funcionalidade dos sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico. A presença do Estado é necessária de forma perene. Ela assim o é não apenas por uma questão de levar a um equilíbrio superior ao alcançado pelo mercado, mas, principalmente, por que sem a presença estatal é pouco provável que os sistemas financeiros apoiem efetivamente o desenvolvimento econômico. Em outras palavras, a presença do Estado é uma condição *sine qua non* para que os sistemas financeiros sejam funcionais ao crescimento e desenvolvimento econômico.

Como vimos na perspectiva histórica do capítulo anterior, em meados do século XIX, Bélgica, Alemanha e outros países do continente europeu contaram com a presença mais ou menos intensa do Estado em seus sistemas financeiros, por meio da sua associação com o capital industrial e financeiro. No pós 2ª Guerra, a presença direta do Estado nos sistemas financeiros de países desenvolvidos e subdesenvolvidos conduziu-os a uma época de desenvolvimento financeiro e econômico bem sucedido – não custa reescrever, caracterizando a chamada era de ouro do capitalismo. Onde o Estado esteve presente, houve, em maior ou

menor medida, uma comunhão entre desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico.

Assim sendo, caberia ao Estado a criação de instituições, estruturas e instrumentos financeiros que garantissem a disponibilização de recursos financeiros para os setores chave do processo de desenvolvimento econômico – justamente os preteridos em função de suas condições de liquidez – no volume e termos apropriados, inclusive a provisão de *funding* adequado, que mitigasse ou eliminasse a possibilidade de que posições financeiras frágeis se difundam no sistema econômico. Neste sentido, diversas formas de atuação podem ser postas em prática e serão analisadas no próximo capítulo.

## **II.7. Conclusão**

A perspectiva teórica apresentada neste capítulo, tal como consta na epígrafe do capítulo, buscou oferecer elementos formais, “substitutos dos modelos vivos”, que sustentassem as visões apresentadas no capítulo anterior, a saber, a de que o desenvolvimento financeiro é relevante para o crescimento e desenvolvimento econômico e a de que os mercados por si só não garantem que esta primeira relação seja válida, de tal modo que a influência dos sistemas financeiros sobre o desenvolvimento seja positiva.

Apresentamos diferentes interpretações sobre como as referidas relações se desenvolvem, encontrando elementos que validam a relevância dos sistemas financeiros e do desenvolvimento financeiro para o desenvolvimento econômico em todas as abordagens teóricas analisadas. A questão que apresenta algum grau de controvérsia, contudo, é a segunda, que abre precedente para a discussão do papel do Estado no desenvolvimento financeiro.

Enquanto Schumpeter, Keynes e Gurley e Shaw (1955) não apresentam esta discussão especificamente, Shaw e McKinnon, novos-Keynesianos e pós-Keynesianos tratam do tema

abertamente, apresentando visões conflituosas. O primeiro grupo de autores (MSMK) argumenta que a intervenção estatal nos sistemas financeiros é desnecessária, ou mesmo prejudicial, pois qualquer política financeira intervencionista geraria distorções que teriam por resultado um equilíbrio menos eficiente que o mercado por si só alcançaria. Assim, o melhor que o Estado poderia fazer seria perseguir políticas de liberalização financeira e deixar que o mercado financeiro levasse a cabo a alocação de recursos. Com isso, o mercado financeiro seria capaz de atingir a alocação ótima de recursos que corresponderia à taxa ótima de poupança e, portanto, à taxa ótima de investimento e crescimento econômico.

As críticas a esta visão, com efeito, não são poucas. A segunda corrente parte do reconhecimento da existência de falhas de mercado, o que torna a alocação provida puramente pelo mercado ineficiente. Notadamente, como sintetiza Hermann (2011: 7), a presença de “a) custos de transação; b) custos e assimetria de informação; c) externalidades positivas e negativas; d) mercados incompletos; e) concorrência imperfeita” gera uma posição de equilíbrio subótimo, ineficiente no sentido de Pareto. Ainda que os fatores (d) e (e) possam ser enxergados como circunstanciais, os fatores de (a) a (c) são característicos das economias, o que torna esta condição de ineficiência sistemática.

Assim, os autores ligados a esta corrente propõem que, para que os sistemas financeiros funcionem devidamente o Estado deve intervir sistematicamente, buscando mitigar os efeitos das falhas de mercado e, assim, levando a uma alocação superior do que a alcançada puramente pelos mercados em termos de eficiência. Com isso, políticas financeiras e a regulamentação das atividades financeiras pelo Estado se tornam não deletérias, mas desejáveis.

Igual visão é compartilhada por pós-Keynesianos, porém de forma ainda mais visceral. No contexto de uma economia monetária de produção onde vigorem condições de incerteza, o mercado seria sistematicamente ineficiente – o que possui sua tradução macroeconômica no

fato de que os agentes preferem liquidez e que o sistema é permanentemente sujeito a crises financeiras. Ainda, como vimos, o próprio conceito de eficiência macroeconômica perde sentido num ambiente cerceado pela incerteza. Isto tudo justifica o pessimismo pós-Keynesiano sobre a possibilidade de operação dos sistemas financeiros em permanente apoio ao desenvolvimento econômico.

A presença do Estado é, portanto, necessária, de forma perene. Sem a presença estatal é pouco plausível que os sistemas financeiros apoiem efetivamente o desenvolvimento econômico. Logo, em economias monetárias de produção, a presença do Estado é uma condição *sine qua non* para que os sistemas financeiros e o desenvolvimento financeiro sejam funcionais ao crescimento e desenvolvimento econômico. Ainda, não cabe pensar em desenvolvimento financeiro de forma separada ao conceito de funcionalidade ao desenvolvimento econômico, o que coloca o Estado numa posição central neste esquema.

Estas duas últimas correntes teóricas, em especial a segunda, dão corpo à visão de que deixar unicamente a cargo dos mercados financeiros (privados) a determinação da dinâmica do sistema financeiro e do desenvolvimento financeiro pode não garantir que a influência do mesmo no desenvolvimento seja exercida de forma positiva, corroborando o constatado nas experiências históricas analisadas no capítulo anterior.

Assim, concluímos que a definição de políticas financeiras pelo Estado são elemento fundamental para garantir que o desenvolvimento financeiro seja funcional ao desenvolvimento econômico. Os desenhos que estas políticas financeiras podem tomar são diversos: a definição de um marco regulatório; a utilização de meios mais diretos de intervenção, como o direcionamento de crédito; a criação de bancos públicos e de desenvolvimento; etc. Todas estas formas de intervenção serão alvo da análise a ser realizada no Tomo II, que busca, finalmente, trazer esta discussão geral para a análise específica do papel dos bancos de desenvolvimento no desenvolvimento financeiro.

## **TOMO II: POLÍTICAS FINANCEIRAS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E FUNCIONALIDADE**

As discussões histórica e teórica sobre a relação entre sistemas financeiros, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico, travadas anteriormente, apontaram para a centralidade do Estado no processo de desenvolvimento financeiro. A definição das políticas financeiras que orientam o desenvolvimento dos sistemas financeiros é a manifestação mais relevante desta posição privilegiada do Estado.

Na discussão sobre políticas financeiras as três principais correntes teóricas analisadas no Tomo anterior – o modelo Shaw-McKinnon, novos-Keynesianos e pós-Keynesianos – podem ser agrupadas em duas abordagens: uma de filiação neoclássica, cara ao MSMK, e outra de filiação keynesiana, composta por novos- e pós-Keynesianos. Embora ambas abordagens reconheçam que o Estado deve perseguir abertamente políticas financeiras, a forma que estas políticas devem assumir diferem substancialmente entre elas.

O principal antagonismo que se coloca está relacionado à intervenção estatal, num sentido particular. Tal como definido por Von Mises (1977: 20): “Intervention is a limited order by a social authority forcing the owners of the means of production and entrepreneurs to employ their means in a different manner than they otherwise would.” Ou seja, considerando o mercado em sua forma pura, tal como definida nas premissas da hipótese de mercados eficientes, a intervenção estatal se caracteriza pela perturbação das forças e elementos que conduzem as ações dos agentes envolvidos nas transações que ali tomam lugar.

Neste sentido, os neoclássicos prezam por um receituário de política financeira que exclua ou limite a intervenção estatal sobre o sistema financeiro, combatendo, portanto, a repressão financeira, tal como definida por Shaw (1973) e McKinnon (1973), de modo a evitar perturbações que levem a ineficiências dos mercados financeiros. O cardápio de políticas sugerido por estes autores incluía diversas medidas, que incluía a supressão dos

limites às taxas de juros, a redução das exigências de recolhimentos compulsórios, a eliminação do direcionamento de crédito e do subsídio concedido a determinadas operações, a eliminação de controles de capitais e a privatização de bancos públicos e de desenvolvimento. Deveria se conferir, portanto, um papel essencialmente passivo ao Estado no sistema financeiro, embora fosse relevante que buscasse garantir as condições anteriores, que seria fundamental para garantir o desenvolvimento financeiro. Hermann (2011: 407-8) aponta que um papel ativo seria concebível em outros *locus* – em especial, o macroeconômico, no combate à inflação – mas que isso não constituiria parte das políticas financeiras propriamente ditas:

“a) supervisão (mas não necessariamente a regulamentação) do setor [financeiro]; b) manutenção de um sistema jurídico eficiente, entendido como aquele que assegure o direito de propriedade e o cumprimento dos contratos; c) manutenção dos fundamentos macroeconômicos em equilíbrio (especialmente estabilidade monetária e cambial).”

Ao longo das últimas três décadas, esta “medicação” prescrita por neoclássicos foi implementada em diversos países, em maior ou menor grau, mas, principalmente, em países subdesenvolvidos ou ditos em desenvolvimento, como vimos na seção I.7. O que era tido como panaceia revelou-se, contudo, um “remédio” imperfeito. Fragmentou-se estruturas de governança fundamentais na condução do processo de desenvolvimento das economias atrasadas, no sentido explorado por Gerschenkron, para restaurar a ordem do mercado, que a história mostrou desfuncional para fazer frente ao atraso econômico. Creditou-se à hipótese dos mercados eficientes e à teoria dos fundos emprestáveis uma validade absoluta, que se revelou espúria: os mercados falharam; a incerteza é perene; as crises se tornaram cada vez mais recorrentes (Bordo et. al, 2000; Cecchetti e Kharroub, 2012) e, por vezes, desastrosas (IMF, 1998; Hermann, 2002 e 2010; AKB, 2008 e 2010).

É por estas razões, já tratadas no Tomo anterior, que a presente dissertação volta seu foco para a discussão realizada por autores de filiação keynesiana, que possuem um receituário diametralmente oposto aos neoclássicos. Para keynesianos, a intervenção estatal,



no sentido aqui definido, longe de ser deletéria, é tida como uma forma de ampliar o desenvolvimento financeiro e seus benefícios ao desenvolvimento econômico.

Colocando esta discussão em outros termos, como reconhecem Cecchetti e Kharroub (2012: 14): “there is a pressing need to reassess the relationship of finance and real growth in modern economic systems. More finance is definitely not always better.” Ou seja, o que os autores reconhecem é que a expansão do sistema financeiro por si não é necessariamente funcional ao desenvolvimento econômico. Neste contexto, as políticas financeiras a serem conduzidas podem ser consideradas um meio efetivo de redefinir esta relação, no sentido da maior funcionalidade dos sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico.

Neste sentido, o próximo capítulo explora as formas de intervenção do Estado no sentido da condução ao desenvolvimento financeiro, sob a perspectiva dos keynesianos. Em especial, consideram-se as formas pelas quais o Estado pode promover o desenvolvimento financeiro no sentido *pós-Keynesiano*, ou seja, onde desenvolvimento financeiro e funcionalidade sejam estabelecidos numa simbiose perfeita. A criação e manutenção de bancos públicos e de desenvolvimento são analisadas sob esta ótica e argumenta-se que tais estruturas foram e são fundamentais para garantir que o desenvolvimento financeiro se delineie em termos *pós-Keynesianos*, não somente em países relativamente atrasados como o Brasil, mas também em países desenvolvidos, podendo atuar em diversas frentes.

### **CAPÍTULO III. POLÍTICAS FINANCEIRAS, DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E FUNCIONALIDADE**

*“Será, no entanto, verdade que as políticas e instituições tão recomendadas aos países em desenvolvimento foram adotadas pelos desenvolvidos quando se achavam em processo de desenvolvimento? [...]”*

*Não faltam indícios e evidências históricas fragmentadas sugerindo o contrário.”*

Ha-Joon Chang, Chutando a escada (2002)

A intervenção estatal, no sentido de Von Mises, toma, inevitavelmente, a forma de políticas financeiras, que guiam o desenvolvimento do setor e estabelecem, com alguma institucionalidade, as formas pelas quais o sistema financeiro atua em favor do desenvolvimento econômico. A definição destas políticas financeiras no contexto apresentado passa, impreterivelmente, por três estágios. Em primeiro lugar, pela identificação das “falhas” ou das características, perenes ou temporárias, que conduzem à ineficiência dos mercados financeiros e ao seu subdesenvolvimento, tema este que já foi tratado no Tomo I, especialmente nas seções II.5, II.6 e II.7.

Recapitulando brevemente o que foi dito, o subdesenvolvimento financeiro se coloca a partir das falhas de mercado e da incerteza intrínsecas à operação do sistema financeiro. No primeiro caso (Seção II.5), Stiglitz (1994) diagnostica sete falhas de mercado comuns aos mercados financeiros, a serem tratadas: (i) insuficiência de monitoramento; (ii) o preterimento de uma classe de tomadores; (iii) existência de risco sistêmico; (iv) a incompletude de determinados mercados; (v) concorrência imperfeita; (vi) divergência entre os retornos privados e para a sociedade; (vii) investidores mal informados.

No segundo caso, o diagnóstico pós-Keynesiano aponta para os seguintes problemas a serem tratados: (i) a instabilidade financeira característica de economias monetárias de produção; (ii) a preferência pela liquidez, que limita a demanda por ativos a determinada classe de ativos financeiros, atrofiando também o desenvolvimento de alguns segmentos do

mercados financeiros; (iii) a dificuldade de acesso aos mercados financeiros por determinados agentes. Em relação a estes dois últimos elementos, MINDS (2012: 10) coloca que setores- e agentes-chave para o desenvolvimento econômico se encontram dentro do conjunto de (ii) e (iii), em especial, manifesta-se uma atrofia ou subdesenvolvimento nos seguintes segmentos de tomadores ou do mercado financeiro:

- “a) in the capital markets, [as] the result of high risk posed to non-professional investors;
- b) in long-term credit in general, whose risks are more difficult to evaluate over the long terms involved;
- c) in credit offered to small and medium-sized companies, to which, because of their lower volume of revenues and more limited guarantees, the market tends to attribute a higher credit risk than that attributed to larger companies;
- d) in the financing of R&D and innovation in general, which offers a combination of difficulties associated with the very novelty of the product (or of the productive process), which makes it difficult to assess the probability of success of the endeavor; the term to maturity of the investment (difficult to forecast); the level of acceptance of the new product in its market, etc.”

Neste contexto, ambas as explicações asseguram espaço para que o Estado atue buscando favorecer o desenvolvimento financeiro, promovendo, para novos-Keynesianos, uma alocação de recursos menos ineficiente ou, para pós-Keynesianos, a maior funcionalidade do sistema financeiro aliada ao seu desenvolvimento.

Feito o diagnóstico correspondente, a definição dos objetivos de política financeira representa o segundo elemento relevante da discussão das políticas financeiras. Neste sentido, Hermann (2011: 408, grifos no original) aponta que:

- “pode-se distinguir dois tipos de objetivos: a) *reduzir* a níveis “inofensivos” as falhas de mercado e a incerteza, bem como seus efeitos financeiros e macroeconômicos; b) *compensar* estes efeitos, nos casos em que não é possível remover ou atenuar as falhas de mercado e incertezas que lhes dão origem”.

Estes objetivos definidos por Hermann, contudo, se colocam num escopo mais generalista. Partindo para um universo mais específico, os principais objetivos dedutíveis do diagnóstico novo-Keynesiano são: (i) melhorar o monitoramento dos mercados financeiros; (ii) ampliar seu acesso por um espectro maior de tomadores; (iii) mitigar o risco sistêmico; (iv) ampliar o espectro de diferentes segmentos dos mercados financeiros; (v) promover a

concorrência; e (vi) melhorar a informação e a proteção dos investidores. Stiglitz (1994: 33), por sua vez, agrupa os objetivos da intervenção estatal ou das políticas financeiras em seis categorias distintas: “providing consumer protection, ensuring bank solvency, improving macroeconomic stability, ensuring competition, stimulating growth, and improving the allocation of resources.”

Para pós-Keynesianos, em seu turno, os objetivos acima se colocam da mesma forma, devendo ser adicionados objetivos específicos, atendendo diretamente os setores preteridos pelas instituições financeiras privadas, buscando o desenvolvimento dos mercados de capitais (ou estruturas de governança que os substituíssem) e de crédito de longo prazo, além de mercados financeiros, em geral, a que pequenas e médias empresas pudessem ter acesso. Além disso, o controle da fragilidade financeira se revela imprescindível, de modo a garantir a funcionalidade dos sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico.

Por fim, definidos os objetivos, passa-se a se questionar sobre que medidas, ferramentas ou instrumentos, bem como instituições, devem ser utilizados para atingi-los efetivamente. Como coloca Stiglitz (1994: 32): “Some actions can be seen as improving financial markets or using them to accomplish other objectives; others substitute for financial markets.” Portanto, a cada um dos objetivos definidos poderia ser associada uma forma de intervenção distinta, ou reforçando o mercado como estrutura de governança ou promovendo a criação e manutenção de estruturas de governança alternativas. Ilustrativamente, a regulação prudencial dos Acordos de Basileia estaria sob o guarda-chuva da primeira forma, enquanto a criação de bancos de desenvolvimento se situaria dentro do escopo da segunda. Vale notar, que ambas as abordagens são complementares e não necessariamente excludentes, ainda que possa haver algum grau de conflito entre algumas medidas<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> Por exemplo, como destacam Sobreira e Montani Martins (2011) existem países que contam com bancos de desenvolvimento e que submeteram seu sistema financeiro, por inteiro, às regras de Basileia. Contudo, estas penalizam justamente as atividades que os bancos de desenvolvimento são supostos levar a cabo, como o crédito de longo prazo, bem como sua estrutura de *funding*. Cria-se, nesta situação, um conflito relevante entre as duas

O presente capítulo trata das medidas de política relacionadas a cada objetivo definido por Hermann (2011: 408) e está dividido em duas seções, além da conclusão. Na primeira seção, daremos atenção às formas de intervenção estatal e políticas financeiras que mantêm o mercado como estrutura de governança fundamental, buscando reduzir a níveis “inofensivos” as falhas de mercado e a incerteza. Já na segunda, os esforços serão voltados à análise da atuação compensatória do Estado, e, principalmente, ao estabelecimento de estruturas de governança alternativas ao mercado. Daí destacaremos a criação de bancos públicos e/ou de desenvolvimento, buscando avaliar explicitamente as formas de intervenção dos bancos de desenvolvimento no desenvolvimento financeiro. Por fim, a conclusão sintetiza as formas pelas quais bancos de desenvolvimento podem favorecer o desenvolvimento financeiro, de forma a guiar a análise empírica realizada no terceiro Tomo desta dissertação.

### **III.1. A intervenção estatal (I): aperfeiçoando os resultados dos mercados financeiros**

Como vimos no capítulo II (seções II.5 e II.6), os autores de filiação Keynesiana argumentam que os resultados subótimos, especialmente do ponto de vista macroeconômico, suscitados pelos mercados financeiros podem ser melhorados a partir da intervenção estatal sobre o próprio mercado, buscando não substituí-lo como estrutura de governança fundamental das finanças, mas sim aperfeiçoar algumas distorções colocadas pelas falhas de mercado e pela incerteza.

A regulação financeira se coloca como principal instrumento material para condução das políticas financeiras do Estado. De um modo geral, a regulação financeira consiste no estabelecimento do conjunto de regras que rege a operação dos mercados financeiros, abarcando também o processo de supervisão e monitoramento que se faz necessário para garantir o cumprimento do código estabelecido (Goodhart et al., 1998: xvii). Um significado

---

formas de atuar, pois a regulação limita a atuação dos bancos de desenvolvimento – como veremos mais tarde, esse foi, inclusive, o caso do Banco do Nordeste no final dos anos 1990 e início dos anos 2000.

mais específico é oferecido por Hermann (2011: 408), que associa a regulação à "imposição de limites à livre escolha das instituições financeiras quanto à alocação e aos custos dos recursos que administram".

Partindo da definição mais geral, a preocupação principal de Stiglitz (1994: 33) na discussão sobre as políticas de regulação se dá na definição das formas de intervenção: "The essential problem of public regulatory policy is to ascertain which interventions can bring to bear the strength of the government so as to improve the workings of the financial markets." O autor coloca que a regulação financeira pode ser muito custosa, por envolver o monitoramento e supervisão de um sem número de operações, que, ademais, carregam algum grau de subjetividade no julgamento de sua adequação às regras vigentes – isto é, são não observáveis. Neste sentido, Stiglitz (1994: 34) enfatiza a utilização de mecanismos indiretos de controle, divididos nos incentivos e restrições colocadas à operação dos agentes nos mercados financeiros.

Reproduzindo o principal mecanismo de "coordenação", por assim dizer, dos mercados como estrutura de governança, Stiglitz sugere que a regulação baseada na criação de incentivos pode retornar resultados que alinhem os interesses tanto dos agentes do mercado financeiro como os dos reguladores. No campo das restrições, Stiglitz advoga especialmente que as mesmas devem ser direcionadas para corrigir os problemas que advém do risco moral associado a determinadas operações financeiras, citando o exemplo de que firmas industriais devem ser proibidas de ter o controle sobre bancos, pois se cria incentivos para a geração de empréstimos, direcionados à firma controladora, avaliados de forma pouco cautelosa. O autor aponta, ainda, para o fato de que o mercado por si pode gerar incentivos perversos, cabendo ao regulador o papel e a possibilidade de corrigi-los (*idem*: 35).

As áreas de atuação da regulação financeira variam de acordo com os objetivos traçados. Destacamos nas subseções que seguem as principais ações associadas a seus principais objetivos.

### ***III.1.a. Regulação prudencial: Risco sistêmico, monitoramento e proteção ao investidor***

Uma primeira forma de intervenção, menos direta, que busca manter o mercado como principal estrutura de governança, mas impor restrições que garantam a amenização de alguns problemas apresentados por esta estrutura é a regulação prudencial. Esta pode ser entendida a partir de diferentes perspectivas, especialmente, do ponto de vista do risco sistêmico e da proteção do investidor.

Sob o primeiro prisma, pode-se definir o risco sistêmico que caracteriza a operação dos sistemas financeiros como a possibilidade de que algum problema numa unidade isolada de um sistema possa se espalhar, contagiando outras unidades e causando um problema no sistema como um todo (De Bandt e Hartmann, 2000). Neste contexto, a interconectividade das unidades do sistema é determinante fundamental da possibilidade de contágio e como argumenta Carvalho (2005: 2), no caso dos sistemas financeiros, “contágio se refere ao risco de que problemas em uma dada instituição venham a contagiar todo o mercado, mesmo que as outras instituições estejam tomando todos os cuidados possíveis para manter a solidez de suas operações.” Em outros termos, na tipologia novo-Keynesiana, a possibilidade de contágio é uma espécie de externalidade – ou seja, uma falha de mercado – que se coloca a partir do papel singular exercido pela confiança nos contratos pactuados em meio ao sistema financeiro. A relevância do risco sistêmico para a operação do sistema financeiro se coloca ainda a partir das interconexões entre o sistema financeiro e a economia real – ou seja, a possibilidade de contágio também se dá neste nível –, que transmitem eventuais problemas

localizados no primeiro para a segunda. A atual crise financeira e os desdobramentos que se seguiram ilustram bem tal possibilidade.

Neste contexto, a intervenção estatal tem por objetivo mitigar o risco sistêmico e evitar a possibilidade de contágio, sem, contudo, eliminar os mecanismos de mercado convencionais. Tal intervenção ocorreria por meio de duas principais formas: “a criação de redes de segurança, para evitar que choques possam causar os problemas sistêmicos descritos, e a definição de regras de regulação e supervisão que reforcem a capacidade do sistema de evitar ou absorver choques.” (Carvalho, 2005: 7).

Na primeira matéria, Carvalho (idem: 9-10) descreve o emprego de dois tipos de instrumentos distintos. O primeiro seria a existência de um prestador de última instância ao sistema financeiro, que teria por objetivo garantir a liquidez do sistema, função esta comumente atribuída aos bancos centrais – de fato, embora o *locus* deste tipo de intervenção seja basicamente o sistema bancário, há espaço para que ele se estenda sobre outras instituições financeiras; na crise recente, por exemplo, o Federal Reserve americano foi fundamental para garantir a liquidez do mercado de fundos de investimento monetários (*money market funds*). O segundo instrumento seria a instituição de uma rede de seguros de depósitos, que garantisse, ao menos em parte, os recursos dos depositantes. Com isso, acredita-se reduzir a percepção de risco por estes agentes, favorecendo a segurança sistêmica dos mercados financeiros.

Contudo, o emprego de ambos os instrumentos pode ter eficácia limitada. Em primeiro lugar, à medida que são desenhados para serem acionados em tempos de estresse, a própria ativação destes instrumentos pode contribuir para que a percepção acerca da situação de determinada instituição financeira se deteriore ou se amplie o medo de contágio. Em outras palavras, pode-se afirmar que em tempos normais, de relativa estabilidade, a existência dos referidos instrumentos pode aumentar a percepção de segurança, mas em tempos de estresse,



quando mais necessários, seu uso pode gerar dinâmicas destrutivas<sup>39</sup>. Além disso, os dois instrumentos mencionados criam uma espécie de “subsídio que a sociedade (através do Estado) dá ao setor bancário” (Carvalho, *idem*: 10), suscitando potencialmente um problema de risco moral (Goodhart et al., 1998: 5-6; 8-9) – o que caracterizaria outro tipo de falha de mercado, necessitando de outros instrumentos, adicionais, para assegurar a estabilidade do sistema.

A insuficiência dos instrumentos da natureza do emprestador de última instância e do seguro de depósitos na mitigação do risco sistêmico coloca a possibilidade de utilização de outro tipo de regulação, cujo foco é a instituição financeira em si, e busca elevar a capacidade de absorção de choques das instituições, individualmente. Este tipo de regulação é chamado de regulação prudencial, pois comumente se refere à adoção de práticas convencionalmente tidas como prudentes por parte dos agentes do mercado<sup>40</sup>. Com efeito, busca-se estabelecer uma estrutura de incentivos e restrições que alinhem o gerenciamento dos riscos incorridos pelas unidades do sistema financeiro aos objetivos de estabilidade sistêmica, perseguida pelo regulador. Stiglitz (1994: 34) destaca, por exemplo, que: “Adequate net worth requirements, for instance, provide an incentive to be prudent. If the bank goes bankrupt, the owners have more to lose; it as simple as that.”

Sob um segundo prisma, pode-se afirmar que a regulação prudencial se coloca como elementos relevante também no contexto da proteção do investidor. Dentre uma das falhas de mercado citadas por Stiglitz (1994: 31), encontra-se justamente a má informação do investidor, ligada principalmente à disponibilidade de informações, mas também ao modo como estes investidores interpretam tais informações. Assegurar proteção aos clientes é

---

<sup>39</sup> Pode-se adicionar aqui um terceiro tipo de intervenção estatal, por meio da definição de mecanismos de resolução que garantam a integridade do sistema financeiro. Esta ressalva aplicada aos dois instrumentos mencionados também se aplica neste caso.

<sup>40</sup> Vale notar que Goodhart et al. (1998: 5) distingue entre a regulação prudencial, cujo foco seria a proteção ao investidor, e a regulação sistêmica. Aqui o sentido do termo regulação prudencial não distingue nenhum dos dois tipos de regulação.

também considerado por Goodhart et al. (1998: Cap. 1) como um dos elementos fundamentais para justificar a regulação estatal das atividades financeiras.

Em especial, Goodhart et al. (1998: 5) argumentam que, mesmo que o risco sistêmico não fosse intrínseco ao sistema financeiro, seria o caso de empregar medidas de regulação prudencial, pois:

- “• there is a fiduciary role of the [financial] institution;
- consumers are unable to judge the safety and soundness of institutions with which they are dealing;
- the value of contracts to the consumer is determined by the subsequent behaviour of the institution, and where the company (e.g. life insurance company) may become riskier because of a change in behavior after a long-term contract has been taken out by customers;
- there is a potential claim on a compensation or deposit insurance fund.”

Cabe destacar, por fim, que a regulação prudencial também justifica a ampliação do monitoramento dos mercados financeiros, que como visto anteriormente, pode ser considerado insuficiente neste escopo. Em outras palavras, a suboferta de monitoramento pelos mercados financeiros é um problema que lhes é inerente, segundo a perspectiva novo-Keynesiana, à medida que o monitoramento assume um caráter de bem público:

“Problems of information as a public good arise in at least two contexts in financial markets: information about the solvency of financial institutions, which is obviously of great value to investors (or depositors) who are considering entrusting funds to or withdrawing funds from a particular financial institution; and information about the management of these institutions, which affects the risk and return on investments. (Stiglitz, 1994: 25).

Nesse contexto, pouco esforço seria empregado no monitoramento das instituições financeiras, o que, como no caso de todo bem público (*ibidem*), implicaria uma suboferta de monitoramento, cujas consequências, como descreve Stiglitz (*ibidem*), são danosas para o desenvolvimento financeiro:

“First, because the managers know that they are not being monitored, they may take inappropriate risks or attempt to divert funds to their own use. Second, because investors cannot rely on financial institutions, fewer resources will be allocated through the institutions, and they will not be able to perform their functions as well as they might otherwise.”

Neste sentido, a regulação prudencial se colocaria de modo a ampliar o monitoramento exercido sobre o sistema financeiro: “Potentially substantial economies of scale can be secured through collective regulation and supervision (or monitoring) of financial firms. So a further rationale for regulation is the efficient conduct of the monitoring process.” (Goodhart et al., 1998: 9).

### ***III.1.b. Controlando o sistema de preços***

A intervenção estatal sobre os mercados tem diferentes graus de intensidade. As medidas descritas na seção anterior tem caráter ameno, mas o Estado também pode intervir no núcleo de operação dos mercados, ainda que o mantenha como estrutura de organização das relações econômicas. Neste contexto, vale lembrar que o principal mecanismo de coordenação oferecido pelos mercados aos agentes neles presentes é o vetor de preços. É este mecanismo que governa os incentivos/desincentivos postos às unidades econômicas, orientando as procuras correspondentes. O vetor de preços é, assim, elemento fundamental para determinar o acesso dos agentes ao mercado e as quantidades demandadas.

Tais características não diferem no caso dos mercados financeiros: o vetor de preços dos ativos e serviços financeiros é o principal elemento que governa as condições de acesso e o volume de recursos transacionado neste *locus*. Contudo, como coloca a visão novo-keynesiana, a existência de falhas de mercado torna este mecanismo ineficiente, pois, neste contexto, o vetor de preços não refletiria de maneira adequada a escassez, dentre outras características, dos ativos e serviços financeiros a que se referem – por exemplo, deixando de incorporar o benefício gerado por uma externalidade positiva de outrem. Do ponto de vista pós-Keynesiano, por sua vez, argumenta-se que o vetor de preços não necessariamente reflete corretamente os preços futuros, em função da presença de incerteza. Além disso, a alocação

do mercado é apontada como um problema relevante a partir da interação descoordenada dos agentes, a partir de seus objetivos definidos a nível individual.

A intervenção estatal sobre o vetor de preços na economia se faz, assim, desejada, de modo a redistribuir a hierarquia dos incentivos com os quais os agentes se defrontam. Esta intervenção busca incorporar os efeitos das externalidades ou dos problemas decorrentes da assimetria informacional aos preços dos ativos, mitigando seus efeitos, bem como contribuir para ampliar o acesso dos agentes a determinados segmentos. Ou, com caráter mais intensivo, pode-se compensar, com a introdução de tributos e/ou a regulação financeira, em sentido amplo, a tendência do mercado a gerar problemas alocativos.

O estabelecimento de um teto (limite superior) para as taxas de juros, tanto no caso do crédito, quanto no caso da captação de depósitos, constitui um dos instrumentos frequentemente utilizados para o controle do risco a qual o mercado, de um modo geral, está exposto. No contexto do modelo de racionamento de crédito de Stiglitz e Weiss (1981), o limite às taxas de juros dos empréstimos tenderia a mitigar o efeito seleção adversa, melhorando a qualidade dos tomadores. Como pontua o próprio Stiglitz (1994: 40):

“[A]s Stiglitz and Weiss (1981) emphasize, higher interest rates adversely affect incentives and the mix of applicants [...] lowering the interest rate could increase the expected quality of borrowers, and this effect would be even greater if it were assumed that the government had some positive selection capabilities.”

Tomadores cujos projetos são mais arriscados ficariam fora do espectro de concessão do crédito, sem, conseqüentemente, adicionar risco excessivo à carteira dos bancos. Isso, contudo, cria um racionamento de crédito adicional, deixando fora do mercado um número maior de tomadores.

No caso das taxas de juros de captação, o emprego dos limites se justifica a partir da tentativa de “controle da concorrência bancária por recursos dos poupadores e do risco moral envolvido” (Hermann, 2011: 408). Em especial, é pouco razoável conceber o pagamento de

juros sobre depósitos à vista em meio às redes de seguro de depósitos frequentemente existentes. Além disso, a competição por depósitos, neste caso, poderia levar ao saque sucessivo dos depósitos de determinada instituição, que migrariam para a instituição que pagasse a maior taxa de captação, no limite, acarretando a falência da primeira. Dado o caráter sistêmico do sistema financeiro, esta falência poderia acarretar outros *rounds* de corrida em outras instituições financeiras, levando, no limite, ao colapso do sistema financeiro, com transbordamentos para a economia real. Portanto, o limite às taxas de juros de captação também se coloca no contexto do controle do risco sistêmico.

Stiglitz (1994: 39), por sua vez, oferece outra perspectiva, argumentando que o limite às taxas de captação teria como contrapartida uma assunção de riscos mais comedida pelos bancos:

“[W]hen the government is providing insurance, it has the responsibility of any insurer to reduce the likelihood that the insured-against event will occur. Limitations on interest rates should be viewed in this context. Allowing banks to pay high interest rates when explicit or implicit deposit insurance exists results in perverse incentives: banks compete for funds, and those offering the highest interest rates (effectively guaranteed by the government) attract funds. But to pay those high interest rates, they have to take high risks--augmenting the already-present incentive to take excessive risks. A process I have described elsewhere as the Gresham's law of financial markets takes place; risk-loving banks drive out more prudent ones.”

Para ilustrar as políticas de controle do sistema de preços, podemos citar a regulação Q que vigorou nos Estados Unidos entre 1933 e 1986<sup>41</sup>: “The Banking Acts of 1933 and 1935 prohibited the payment of interest on demand deposits and authorized the Federal Reserve to set interest rate ceilings on time and savings deposits paid by commercial banks.” (Gilbert, 1986: 22).

No mesmo *hall* de mecanismos utilizados para controlar o sistema de preços encontram-se os incentivos/desincentivos tributários. A partir da definição de taxas e/ou

---

<sup>41</sup> A suspensão dos regulação Q foi feita de forma parcial. Em 1986: “All interest rate ceilings eliminated except for the requirement that no interest be paid on demand deposits.” (Gilbert, 1986: 31). A restrição sobre pagamentos de juros sobre depósitos à vista, por sua vez, foi eliminada em 2010, após a lei Dodd-Frank entrar em vigor.

isenções tributárias, o sistema de preços final que se coloca aos participantes do mercado pode ser alterado de modo a facilitar o acesso de determinados agentes ou privilegiar/desestimular determinado tipo de segmento do mercado. Com a tributação também é possível compensar a convergência entre retornos privados e sociais, corrigindo, por exemplo, os efeitos de eventuais externalidades que existam.

De modo ilustrativo, podemos citar as medidas recentemente editadas pelo governo brasileiro no sentido de estimular o mercado de títulos de dívida corporativa:

“No final do ano passado, o Governo brasileiro editou uma série de medidas com o objetivo de estimular a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo. As medidas, consolidadas na Lei nº 12.431, de 27/6/11 (conversão da MP nº 517, de 30/12/10), incluíram alterações na legislação do Imposto de Renda [...] As medidas de incentivo fiscal para a emissão de títulos privados, e debêntures em especial, referiram-se a dois grupos:

Títulos privados longos (não residentes): alíquota zero de IR para rendimentos de títulos privados, com características de prazo e remuneração específicas e recursos captados alocados em projetos de investimento, adquiridos por residentes ou domiciliados no exterior.

Debêntures de Infraestrutura (residentes e não residentes): Isenção/redução do IR para debêntures com as mesmas características de prazo e remuneração específicas e de emissão de SPE [sociedade de propósito específico] constituída para implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I), considerados prioritários na forma regulamentada em Decreto do Poder Executivo Federal.” (Anbima, 2012a)

Neste caso específico, foi criado um subsídio aos investidores destes títulos, favorecendo a demanda pelas debêntures de infraestrutura, facilitando, assim, a oferta destes títulos por empresas que implementem os projetos nas áreas mencionadas.

No campo de desincentivos tributários, por sua vez, a sobretaxação de operações de compra e venda de ações no mesmo dia (*day-trade*), desestimulando a negociação destes títulos com fins especulativos é também um exemplo clássico.

Além destes mecanismos, podemos destacar também a equalização das taxa de juros dos empréstimos. O governo, neste caso, financia diretamente parte do custo da operação,

tornando mais barato o custo final ao tomador. Em outras, palavras, como coloca Torres Filho (2009: 21-2), nas operações de equalização:

“o governo paga diretamente ao financiador parte do custo da operação. Com isso, o governo consegue fazer com que a taxa de juros para o tomador final seja inferior à que seria cobrada, com base nos parâmetros de mercado. [...] Esse mecanismo pode também ser utilizado como instrumento de *hedge* de taxa de juros, quando, por exemplo, a captação de recursos para o financiamento é baseada em taxas flexíveis e o governo deseja que o devedor se beneficie de uma taxa fixa. Nesse caso, perdas decorrentes de descasamentos entre as duas taxas são cobertas com recursos públicos.”

Todos os mecanismos descritos nesta subseção, contudo, tem eficácia limitada, pois, embora influenciem o preço dos ativos e serviços financeiros, são insuficientes para determinar diretamente a quantidade de recursos movimentados nestes mercados. Neste caso, políticas de direcionamento quantitativo de recursos podem ser utilizadas.

### ***III.1.c. Direcionamento indireto de recursos***

O direcionamento de recursos para determinadas classes de ativos e/ou setores, em face da tendência natural do mercado racionar crédito ou preferir tais segmentos, é uma possibilidade comumente acionada pelas políticas governamentais. O crédito direcionado pode ser desenhado a partir de uma estrutura institucional que substitua o mercado diretamente – que serão analisadas de forma mais profunda na próxima seção –, mas também pode utilizar mecanismos indiretos, que estimulem ou auxiliem o setor privado na tarefa de conceder crédito a projetos de interesse<sup>42</sup>, afetando “a estrutura das taxas de juros e a repartição do crédito no interior do mercado” (Torres Filho, 2007: 278).

Como aponta Stiglitz (1994: 43, minha ênfase), “controlling the *quantity* of credit is a surer way of providing for macroeconomic stability than controlling the price (interest rate) and is even more effective than controlling the price through subsidies.” Em especial, o autor

---

<sup>42</sup> Como já discutido anteriormente e reiterado por Stiglitz (1994: 42): “without government intervention, the bank will not allocate funds to those projects for which the social returns are the highest.”

destaca a vantagem desta forma de intervir no sistema financeiro em comparação à utilização de incentivos tributários, já que, no caso dos subsídios,

“two sources of uncertainty are introduced: the relationship between the magnitude of the subsidy and the price that borrowers will have to pay, and the relationship between the price that borrowers have to pay and the amount of credit that will be issued.” (*idem*: 43).

Dentre as formas de direcionamento indireto de crédito, destacamos a prestação de garantias ou avais às operações originadas pelo setor privado. Como argumenta Torres Filho (2009: 20) no caso das garantias públicas:

“Por meio de um aval ou de um seguro de crédito, o governo assume, em determinadas condições, todo ou parte do risco de uma operação. Em troca, o custo do financiamento para o tomador final deveria ficar pouco acima das taxas praticadas para a dívida pública – normalmente, os Tesouros Nacionais são os devedores de mais baixo custo em suas próprias moedas.”

Ainda, o autor (*ibidem*) destaca a eficácia deste tipo de mecanismos, considerando que “os mecanismos de garantia são muito eficientes do ponto de vista fiscal porque, ademais de poderem gerar receitas – por meio de taxas ou prêmios de seguro sobre o valor da operação –, as despesas só ocorrem no futuro e apenas em casos de inadimplemento.”

Outro mecanismo indireto se refere ao repasse condicionado de recursos. O governo pode deixar à disposição do setor privado um *pool* de recursos que pode ser acessado, comumente a um custo mais baixo que o do mercado, caso tenham interesse em ofertar crédito a determinados setores, sob determinadas condições. Neste caso, o setor privado ainda possui a discricionariedade para determinar a alocação de crédito.

É importante ressaltar que os mecanismos indiretos descritos mantém o mercado como centro do processo de alocação dos recursos. Em outras palavras, “os bancos privados não são obrigados a atender os credores, tidos como prioritários pelo governo. Entretanto, caso decidam fazê-lo, podem se beneficiar de vantagens concedidas pelo governo a essas operações.” (Torres Filho, 2009: 23).



### **III.1.d. Competição e concorrência**

A competição e concorrência são elementos fundamentais da operação dos mercados ao organizar as relações econômicas. Em particular, estes elementos são fundamentais para garantir que o resultado induzido pelo mercado seja eficiente, na concepção clássica. Stiglitz (1994: 45-6) destaca que: “There is a consensus that competition is important in promoting efficiency. Not only does competition lead to lower costs, but it also provides incentives for firms to discover unserved niches in the market.” Pode-se pensar também, de modo alternativo, na concorrência como o motor do processo de inovação, no sentido de Schumpeter, sendo “um processo (*ativo*) de *criação* de espaços e oportunidades econômicas, e não apenas, ou principalmente, um processo (*passivo*) de *ajustamento* em direção a um suposto equilíbrio [leia-se eficiência]” (Possas, 2002: 419, ênfases no original).

No caso dos sistemas financeiros, as mesmas condições básicas se colocam – em especial, no segundo caso. A concorrência pode ser interpretada como o motor do desenvolvimento de inovações financeiras, i.e., da criação de novos segmentos de mercado, novos instrumentos financeiros, novos ativos, ampliando, assim, o leque de possibilidades e a diversidade dos sistemas financeiros, bem como de novas técnicas de gerenciamento de riscos, de gestão de carteiras etc.. Além disso, na perspectiva de Goodhart et al. (1998: 67), a concorrência tende a comprimir os custos relacionados à operação dos mercados financeiros: “Effective competition ensures consumer protection through good products and services at competitive prices.” Evitar a formação de cartéis ou as práticas de conluio, que levem a um acordo de preços em níveis muito elevados (como por exemplo se observa no Brasil), é, ainda, um instrumento complementar a política de preços, pois sua existência pode tornar qualquer política financeira de controle de preço ineficaz.

Nesse contexto, é fundamental que a regulação financeira estimule a concorrência – ainda que ressalvas importantes devam ser feitas, como veremos abaixo. Deve-se buscar

“garantir a existência de condições de competição, preservando ou estimulando a formação de ambientes competitivos com vistas a induzir, se possível, maior eficiência econômica como resultado do funcionamento dos mercados” (Mello, 2002: 485), ou, na perspectiva alternativa aqui adotada, com vistas a induzir inovações que ampliem o desenvolvimento financeiro e a funcionalidade do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico.

Contudo, os mercados financeiros gozam de características específicas, que tornam o processo concorrencial singular. Como pontua Stiglitz (1994: 46):

“In most sectors of the economy insolvencies resulting from excessive competition are not viewed as a problem. If too many firms enter an industry, prices drop, profits decline, and the weakest firms leave. Some of the capital is transferred to other sectors. [...] In the banking sector, however, there are further ramifications. As profits decline, the net worth of all banks is eroded, with adverse effects on depositors and borrowers. If net worth is reduced only slightly, banks will lend less, and borrowers will suffer. With larger reductions in net worth, some banks take on more risk, and the savings and loan syndrome sets in. Depositors (or the agency that insures deposits) bear the cost. In either case, the ramifications of excessive entry are borne not by the investors but by others.”

Nesta situação, Stiglitz (*ibidem*) aponta para o caráter paradoxal da concorrência: “competition is a two-edged sword. Lack of competition leads to higher interest rates (one of the standard concerns with limited competition), but it also leads to higher profits. And higher profits increase the strength of financial institutions and reduce the risk of insolvency.”

Além disto, na perspectiva de Goodhart et al. (1998: 4), alguns dos elementos componentes dos sistemas financeiros – em especial, infraestruturas de mercado – tem caráter monopolístico: “Although most of the financial industry is ferociously competitive, several of the supporting systems and markets incorporate network economies and/or economies of scale. For example, it may be most efficient to have a single clearing, or payment, system.”

Destas características decorre o fato de que promover a concorrência em todos os segmentos do sistema financeiro, sem discriminação, pode, ao invés de auxiliar o mercado, gerar ineficiências, acentuando falhas de mercado ou mesmo tornando inócuas outras medidas de regulação financeira (e.g., regulação sistêmica). Porém, por outro lado, a falta de

concorrência pode criar situações do tipo *too-big-too-fail* ou *too-connected-to-fail*, amplificando o risco sistêmico. Além destes casos, Goodhart et al. (1998: 192) destacam que: “regulation has the potential to compromise competition and to condone, if not endorse, unwarranted entry barriers, restrictive practices, and other anti-competitive mechanisms.” (ver também Stiglitz, 1994: 45-50).

É, portanto, necessário que o Estado identifique claramente as áreas de conflito que a concorrência coloca, desenhando regulações específicas que lidem com tais questões. Em especial, aponta-se que garantir o acesso dos agentes aos sistemas e informações disponibilizados pelas infraestruturas de mercado deve ser um dos objetivos contemplados (Goodhart et al., 1998: 4).

### ***III.1.e. Síntese***

A intervenção estatal nos sistemas financeiros visando o maior controle do risco sistêmico, a criação de uma rede de proteção ao consumidor, a ampliação do monitoramento, a promoção de um sistema de preços que reflita as necessidades do desenvolvimento econômico de forma mais adequada, a supressão do racionamento de crédito a setores específicos por meio de canais indiretos e a promoção da concorrência, quando convém, pode, de fato, contribuir para o desenvolvimento financeiro, especialmente por ampliar a massa de recursos girada dentro dos mercados financeiros, ampliar o acesso de diferentes agentes a estes mercados, reduzir o grau de fragilidade do sistema financeiro e induzir inovações financeiras que favoreçam o desenvolvimento econômico.

A despeito da intervenção estatal corretiva, reforçando o papel do mercado como estrutura de governança das relações financeiras, as condições de operações dos mercados financeiros que levam a sua ineficiência não são eliminadas. De fato, as políticas financeiras descritas na seção anterior podem contribuir para mitigar o efeito das falhas de mercado e da

incerteza, mas o resultado final ainda depende de decisões individuais descoordenadas que podem tornar inócuas as políticas descritas: a regulação prudencial não impede que os bancos tomem riscos excessivamente, podendo, a despeito dos requerimentos de capital, operar excessivamente alavancados<sup>43</sup> – portanto, ajuda a limitar, mas não elimina o risco sistêmico; o limite às taxas de juros dos empréstimos não significa que as taxas mais baixas serão acessadas por um espectro maior de tomadores, pelo contrário, os tomadores que possuem projetos mais arriscados simplesmente serão alvo de racionamento de crédito; as vantagens tributárias não garantem que determinado segmento seja de fato desenvolvido; etc..

Esta perspectiva não é singular, deste trabalho, sendo compartilhada por outros autores. Como coloca Hermann (2011: 409), por exemplo:

“Políticas de incentivo ao crédito para grupos racionados, que, normalmente, assumem a forma de alívio tributário e/ou de exigências regulatórias, visando o aumento das taxas de retorno, terão pouca eficácia: se o que limita ao interesse dos bancos em determinados setores ou tipos de operação é sua baixa ou insuficiente propensão a riscos específicos (assistemáticos), motivada pela atribuição (correta ou não) de elevada probabilidade de insucesso (perdas) na operação, o aumento dos retornos prometidos em caso de sucesso não será um incentivo suficiente, porque não altera as probabilidades estimadas de perda.”

Portanto, ainda que se tente mitigar os efeitos decorrentes das falhas de mercado e a incerteza, todas as políticas mencionadas nesta seção tendem a reforçar o mercado como estrutura de governança e, assim, não eliminam os problemas fundamentais – isto é, as falhas de mercado e a incerteza – inerentes a esta estrutura. Só com a substituição desta estrutura de governança por outros mecanismos, ligados a determinadas hierarquias, com o Estado atuando de forma compensatória, as falhas de mercado e a incerteza podem ser efetivamente suprimidas. É para estes mecanismos que nos voltamos agora.

---

<sup>43</sup> Vale notar que no novo conjunto de medidas divulgado pelo Comitê de Basileia em 2010, conhecido por Basileia III, há previsão de que os bancos devem observar um índice de alavancagem, ainda sem um limiar definido.

### **III.2. A intervenção estatal (II): construindo estruturas de governança alternativas aos mercados financeiros**

A construção de estruturas de governança alternativas aos mercados, no âmbito dos sistemas financeiros, a partir da intervenção estatal surge como opção para fazer frente de forma mais aguda à incerteza e compensar as falhas de mercado – típicas, com vimos exaustivamente, deste tipo de estrutura. Como critica Hermann (2011: 409), as formas de intervenção descritas na seção anterior “embora possam minorar algumas ineficiências naturais do mercado, têm em comum a limitação de serem não coercitivas, atuando por indução.” A definição de estruturas hierárquicas, portanto coercitivas, que orientem a operação das instituições financeiras ou mesmo constituam uma própria instituição financeira – caso dos bancos públicos e de desenvolvimento – se coloca como a principal saída no contexto de elevada incerteza.

No entanto, a incerteza que se coloca aos agentes econômicos de modo geral é a mesma incerteza com que o Estado se defronta. A intervenção estatal não é capaz de garantir sua eliminação, cabendo ao Estado assumir deliberadamente os riscos e eventuais encargos associados a determinados segmentos e ativos, socializando-os, quando couber. A socialização dos riscos, por assim dizer, é elemento fundamental na definição das estruturas analisadas nesta seção.

Neste contexto, o Estado assume papel central na coordenação do sistema financeiro e de seu desenvolvimento. Cabe a ele direcionar os agentes aos segmentos fundamentais ao desenvolvimento econômico, porém preteridos na operação normal dos mercados, como o financiamento de longo prazo, de pequenas e médias empresas e de atividades relacionadas à inovação, ampliar o acesso dos agentes econômicos ao sistema financeiro, dentre os outros objetivos já mencionados anteriormente.

A constituição de bancos públicos e de desenvolvimento é, praticamente, regra na definição destas estruturas de governança alternativas, mas vale mencionar que existem outros elementos – comumente governados pelas regras de regulação financeira – que também se inserem neste escopo. Exemplo disto é o direcionamento direto de crédito por meio de obrigações legais, ainda que com recursos privados: a legislação brasileira, por exemplo, define que os recursos captados pelos bancos por meio de depósitos de poupança devem ser aplicados em operações de financiamento imobiliário, que podem ser pactuadas, em parte, a partir de taxas definidas no mercado<sup>44</sup>; além do crédito habitacional, a regulação brasileira também prevê que parcela dos recursos captados pelos bancos seja destinada a operações de crédito a agricultura<sup>45</sup> ou microcrédito.

A discussão que se segue ao longo desta seção terá por objetivo analisar as principais características dos bancos de desenvolvimento, considerando certa diferenciação em relação a bancos públicos, de modo geral, buscando ressaltar, por fim, a relação entre estas instituições e o desenvolvimento dos sistemas financeiros.

### ***III.2.a. As características dos bancos de desenvolvimento***

Como vimos no Capítulo 1, a criação de bancos de desenvolvimento foi um fenômeno que se disseminou após a 2ª Guerra, principalmente entre os países atrasados. Dadas as especificidades de cada país e sua respectiva variedade entre diferentes países, tais instituições se diferenciaram em diversos aspectos: “Ownership, sources of finance, degree of dependence on government, objectives and methods of operation differ over a broad range of possibilities.” (Diamond, 1957: 1). Neste sentido, os bancos de desenvolvimento “have taken

---

<sup>44</sup> Vale notar que a grande maioria dos recursos (80%) é direcionada às “operações de financiamento habitacional no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH)” (Resolução 3.932/2010 do Conselho Monetário Nacional), que estabelece diversas condições (taxas, prazos etc.) para os empréstimos realizados.

<sup>45</sup> Ver lei no 4.829, de 5 de novembro de 1965.

forms so diverse that, despite frequent similarity of formal title, they often have little resemblance to each other and often have little in common.” (*ibidem*).

Esta heterogeneidade de experiências torna difícil a definição do que é um banco de desenvolvimento e das funções e objetivos assumidos por eles ao longo do tempo, especialmente em relação ao desenvolvimento financeiro. Diversos autores avançaram sobre este tema, provendo, correspondentemente, uma ampla variedade de conceitos e definições.

Diamond (1957), justamente por reconhecer a variedade e heterogeneidade das experiências dos bancos de desenvolvimento, não busca estabelecer um conceito ou definição do que é um banco de desenvolvimento. O autor reconhece diversas matizes relativas a estas instituições, colocando que a definição estrita é pouco funcional ao estudo do tema. Contudo, Diamond (1957: 2) delineaia “the two objectives common to virtually all such institutions: the provision of capital and the provision of enterprise when either or both of those requisites of economic growth is thought to be lacking.” Neste sentido, o autor não limita o escopo de atuação dos bancos de desenvolvimento aos aspectos financeiros do desenvolvimento econômico. Pelo contrário, Diamond reserva um importante papel à atividade promocional exercida por estas instituições. Em especial:

“Though the emphasis may sometimes be on one and sometimes on the other, the purpose of setting up a development bank or corporation is usually to supply these two factors of production in order to speed up the process of development.” (*idem*: 2-3).

Uma abordagem um pouco distinta é oferecida por Kane (1976). Segundo este autor (1976 *apud* UN-DESA, 2005a: 9), um banco de desenvolvimento seria “a financial intermediary supplying long-term funds to bankable economic development projects and providing related services”. Kane não especifica os “serviços relacionados” que menciona, mas os submete à provisão da oferta de fundos de longo prazo, foco principal das instituições deste tipo, sem considerar a atividade promocional destacada por Diamond (1957).

Long (1992: 656), por sua vez, chama atenção para o papel do Estado na criação destas instituições, que teriam por objetivo complementar o sistema financeiro privado tradicional: “[g]overnments have established development banks to take risks other financial intermediaries are unwilling to take.” A partir deste escopo de atuação, caberia aos bancos de desenvolvimento “to provide finance considered too long-term and too risky by commercial lenders.” (*ibidem*).

A principal característica na condução desta função pelos bancos de desenvolvimento seria o fato de que mecanismos alternativos aos utilizados comumente pelo mercado é que definiriam a concessão de crédito: “Credit was allocated, not through a market process based upon ability to pay, but on a technical analysis of social needs and economic (and to a much lesser extent financial) rates of return.” (*idem*: 657). Os bancos de desenvolvimento, neste contexto, seriam intermediários direcionadores de crédito, a partir das necessidades colocadas pelo processo de desenvolvimento.

Aghion (1999) apresenta uma abordagem significativamente distinta de Long (1992) sobre o tema. A autora analisa o papel comumente desempenhado pelos bancos de desenvolvimento, associando-os comumente ao aprofundamento do processo de industrialização dos países. Neste sentido, Aghion (1999: 83) estabelece como função básica destas instituições a provisão de capital não a todos os setores da economia, mas à indústria. Como define a autora (*ibidem*): “Development banks are government-sponsored financial institutions concerned primarily with the provision of long-term capital to industry.” Cabe mencionar que Aghion apresenta uma das definições mais estritas para o termo banco de desenvolvimento, considerando apenas o caráter financeiro destas instituições.

Em contraste, Pena (2001) define os bancos de desenvolvimento de forma significativamente ampla. O autor (2001: 9) concebe um “development bank as a ‘bank’ in the business of ‘development’”, e ressalta seu papel de intermediário financeiro: “As a financial



intermediary, it facilitates the transfer of economic resources from the surplus sector to the deficit sector.” Nesta definição, os bancos de desenvolvimento não se distinguiriam muito dos bancos de investimento tradicionais. Contudo, o papel definido para estas instituições abre um precedente para que haja uma diferenciação, já que cumprem uma função específica: “The primary role of development banks is to supply the ‘missing ingredients’ needed to sustain the current level of economic development and to bring the country into a higher level.” (*idem*: 13).

Estes “ingredientes ausentes” podem ser entendidos de forma ampla, mas o autor dá foco à provisão das necessidades financeiras subjacentes aos investimentos associados ao processo de desenvolvimento econômico:

“Development banking is a form of financial intermediation designed to help the country reach a higher and sustainable level of development. [...] Development banking is also defined as a form of financial intermediary providing financing to high priority investment projects in a developing economy.” (*idem*: 9)

Mais que apenas o caráter financeiro dos bancos de desenvolvimento, Bruck (2002: 62) ressalta a hibridez característica destas instituições: “A development bank is a specialized financial institution with functions and operations that can be defined with regard to its hybrid financial development character.” Este caráter híbrido é destacado da seguinte forma: “Development banks are organized to achieve preparation, appraisal, financing, implementation and evolution of investment projects and programs.”

Ainda neste sentido, o aspecto financeiro dos bancos de desenvolvimento, cujo foco se situa sobre a provisão de capital de longo prazo para os investimentos necessários ao desenvolvimento econômico, se mescla com suas outras funções na própria definição dos projetos e ao longo da vida dos mesmos:

“Development banks, like investment banks, operate in the field of long-term finance. Their core business is to extend long-term loans for financing of projects and development programs. [...] Importance differences are that the development banks give priority to the financing of projects that yield substantial economic, social and environmental benefits. They provide

technical assistance to improve the quality of projects and to reduce the risk.” (*idem*: 64).

Bruck (*idem*: 63) considera, ainda, que o caráter público é um elemento definidor dos principais papéis dos bancos de desenvolvimento ou, em sua tipologia, das instituições financeiras de desenvolvimento. Suas relações com o Estado são elementos definidores do papel desempenhado como estruturas de governança alternativas ao mercado: “Development banks are institutional instruments of public policy whose performance is measured more in terms of social benefits generated, as measured by indicators of social accounting.” (*idem*: 62).

Seguindo o conceito estabelecido por Bruck (2002), Yeyati et al. (2004: 15) definem bancos de desenvolvimento da seguinte forma:

“Development banks are hybrid financial institutions that are better defined by the term ‘development finance institution’ (Bruck, 1998)<sup>46</sup> and are often primarily concerned with offering long-term capital finance to projects that are deemed to generate positive externalities and hence would be underfinanced by private creditors.”

Fica claro o alinhamento dos autores com a linha novo-Keynesiana, destacando um papel de mitigação das falhas de mercado também para estas instituições. Este viés fica claro também em outras passagens, onde os autores destacam que o objetivo último dos bancos de desenvolvimento seria “to promote economic development by making loans to certain economic sectors at a subsidized interest rate, due to the presence of important externalities.” (*idem*: 9).

Parte importante do trabalho dos autores (*idem*: 9-10) se dedica à discussão da relação do Estado com este tipo de instituição e principalmente de seu controle:

“The government could either establish a public development bank or contract a private provider. According to Hart et al. (1997), the private provider will have an incentive to reduce costs and innovate. However, the incentive to reduce costs may be in contradiction with the development objective. As economic development cannot be easily monitored (at least in the short term), the bank could take cost-saving actions that would reduce its long-term

---

<sup>46</sup> O texto de 1998 foi reproduzido em outra publicação de 2002, que é a que usamos como referência neste trabalho.

development impact. For instance, it could eliminate (or understaff) its research department and hence reduce its ability to identify and target sectors that generate large externalities. While this problem could be addressed by separating research from banking activities and by maintaining the former under state control, such a solution may be inefficient if there are important synergies between the two activities. This seems to suggest that development banking is a field in which there is a rationale for direct ownership. In fact, most development banks are indeed either public or have a mixed (public-private) structure.”

Portanto, para os objetivos estarem alinhados adequadamente com a promoção do desenvolvimento econômico, o Estado deve efetivamente controlar os bancos de desenvolvimento – isto é, eles são instituições de natureza essencialmente pública.

UN-DESA (2005a: 10-11), por sua vez, oferece uma definição em linha com Yeyati et al. (2004), incorporando apenas o desenvolvimento social e a integração regional como objetivos que orientam a operação dos bancos de desenvolvimento:

“national development banks can be defined as “financial institutions” set up to foster economic development, often taking into account objectives of social development and regional integration, mainly by providing long-term financing to, or facilitating the financing of, projects generating positive externalities”.

Por fim, Torres Filho (2007: 287-9) resgata o conceito de Aghion (1999), ressaltando “a natureza pública dos bancos de desenvolvimento” (Torres Filho, 2007: 289) e “sua especificidade como provedores de crédito de longo prazo para investimentos na indústria pesada e de infraestrutura” (*ibidem*). O autor sublinha, em outras palavras, que “uma das características essenciais dos bancos de desenvolvimento é a de ser um instrumento de crédito para a formação bruta de capital fixo” (*ibidem*).

Este conceito, já específico, se torna ainda mais restrito, a partir de duas qualificações propostas pelo autor (*idem*: 290). Em primeiro lugar:

“Um banco de desenvolvimento para ser um instrumento de direcionamento de crédito, não pode depender excessivamente de recursos captados no exterior, inclusive junto a agências multilaterais. Instituições que têm essa característica perdem autonomia decisória em face das limitações impostas pelo mercado – custos, rating etc. – ou por organismos internacionais – políticas de alocação”.

Além disso, Torres Filho (*ibidem*) aponta que é soberano que:

“os bancos de desenvolvimento possam originar operações de crédito. Essa capacidade é fundamental para que eles, quando necessário, atuem na arbitragem ou na formação de preços em segmentos do mercado financeiro associados ao investimento.”

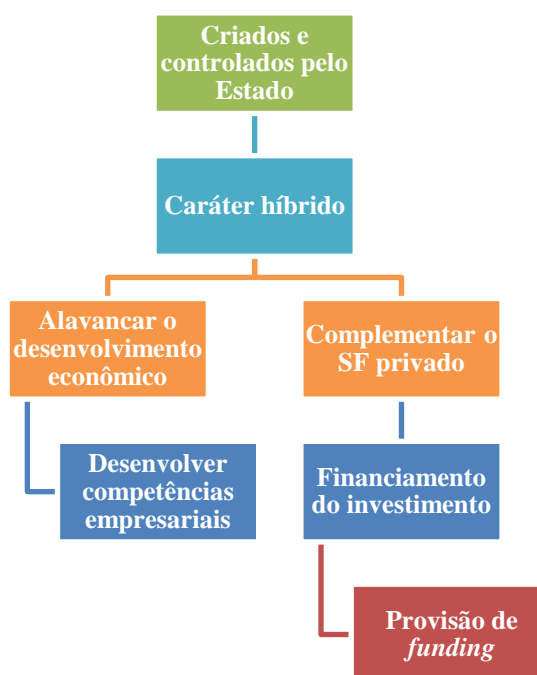
A primeira qualificação garante um caráter local à definição das políticas financeiras conduzidas pelos bancos de desenvolvimento, enquanto a segunda relaciona diretamente a operação destas instituições aos mercados financeiros.

Em termos de síntese, podemos resumir as principais características e objetivos dos bancos de desenvolvimento destacados *frequentemente* pelos autores analisados nos seguintes itens:

- Bancos de desenvolvimento são instituições criadas e controladas pelo Estado;
- Atuam de modo a complementar o sistema financeiro privado;
- Tem por objetivo alavancar o desenvolvimento econômico;
- Atuam não somente como instituições financeiras – isto é, tem caráter híbrido;
- Como instituição financeira, tem por foco prover os recursos necessários aos investimentos intrínsecos ao processo de desenvolvimento;
- Neste processo, a provisão de *funding* se revela sua tarefa principal.

Destacadas estas características, e considerando a perspectiva pós-Keynesiana adotada neste trabalho, definimos bancos de desenvolvimento, para fins desta dissertação, de uma forma relativamente ampla, levando em conta os insumos providos pelas definições dos autores acima analisados. Neste sentido, consideramos que: **“Bancos de desenvolvimento são estruturas de governança de caráter híbrido, criadas e controladas pelo Estado, com o objetivo de ampliar a funcionalidade dos sistemas financeiros, em todas suas dimensões, ao desenvolvimento econômico”.**

**Figura III.1: Características e Objetivos dos Bancos de Desenvolvimento**



Fonte: Elaboração Própria.

O elemento fundamental contido nesta definição é que o objetivo de ampliar a funcionalidade dos sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico se confunde fundamentalmente com a ampliação do desenvolvimento do sistema financeiro – não restrito aos mercados financeiros, mas referente ao sistema como um todo, em linha com o corpo teórico pós-Keynesiano. No papel delineado, caberia aos bancos de desenvolvimento contribuir para: assegurar um *funding* adequado aos investimentos, mitigando assim os efeitos da instabilidade financeira; “criar” e/ou desenvolver os segmentos e instrumentos financeiros frequentemente preteridos pelo mercado, notadamente crédito e títulos, de dívida e propriedade, de longo prazo; o financiamento, em sentido amplo, da inovação; ampliar o acesso dos agentes ao sistema financeiro, em especial das pequenas e médias empresas; etc..

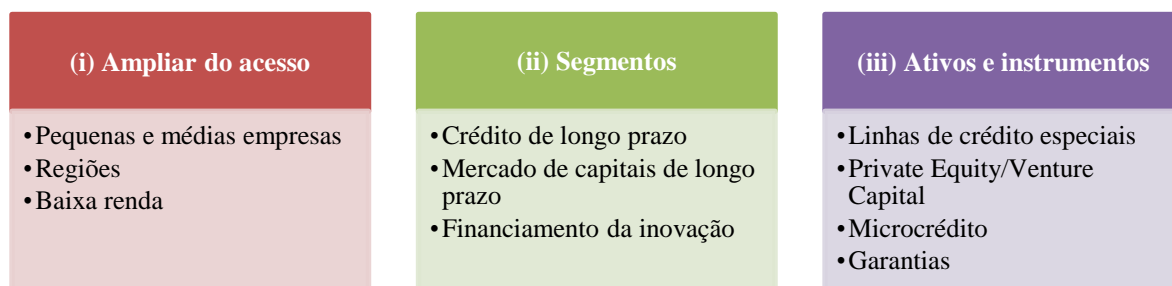
Antes de prosseguir a análise para as formas pelas quais os bancos de desenvolvimento se relacionam com o desenvolvimento financeiro, é importante destacar que o conceito aqui empregado para bancos de desenvolvimento os difere dos bancos públicos *lato sensu*. Embora ambos os tipos de instituição exerçam papel semelhante no escopo dos

sistemas financeiros, os bancos públicos tradicionais não compartilham do caráter híbrido mencionado acima, sem exercer qualquer papel no desenvolvimento de capacidades e competências empresariais. Mas, é soberano destacar, não há uma diferenciação substancial do papel dos bancos públicos e de desenvolvimento na ampliação da funcionalidade do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico, exceto pelo fato de que, historicamente, os primeiros se voltaram mais para a provisão de *finance* e os segundos para a provisão do *funding*, cumprindo papel semelhante, inclusive, na ampliação do acesso.

### ***III.2.b. Bancos de desenvolvimento e suas formas de atuação no sistema financeiro***

Como não havia de ser diferente, para ampliar a funcionalidade dos sistemas financeiros para o desenvolvimento, diversas políticas financeiras podem ser implementadas pelos bancos de desenvolvimento. A principal área de atuação destas instituições, dentro do seu escopo, pode ser definida da seguinte forma, seguindo o arcabouço teórico base deste trabalho: a ampliação do acesso dos agentes aos segmentos, instrumentos e ativos financeiros. Além disso, os bancos de desenvolvimento podem atuar como braço do Estado nas políticas financeiras que visam reforçar o mercado, tais como descritas na seção anterior. Em especial, os bancos de desenvolvimento podem estimular a própria criação dos mercados: a partir de determinada transação (e.g., crédito de longo prazo para aquisição de máquinas e equipamentos), podem buscar ampliar a frequência com que ocorre, reduzir a sua especificidade (no sentido de Williamson, 1975) e mitigar a incerteza, criando, assim, condições de liquidez que assegurem um ambiente permissivo ao desenvolvimento deste mercado financeiro. Em outras palavras, os bancos de desenvolvimento podem atuar na formação de *benchmarks* para o mercado privado ou mesmo promovendo a concorrência, de modo a ampliar o grau de diversificação com que este mercado opera. A Figura III.2 abaixo sintetiza alguns exemplos de formas de atuação.

**Figura III.2: Formas de Atuação dos Bancos de Desenvolvimento no Sistema Financeiro**



Fonte: Elaboração Própria.

Diamond (1957), em diversos momentos, destaca o papel dos bancos de desenvolvimento no sentido proposto acima, a partir de dois principais nichos de atuação. O primeiro, na formação de um mercado de capital, em sentido amplo, para o financiamento de investimentos de longo prazo, conjugando os elementos (i) e (iii):

“A development bank can [...] provide capital as loans or as equity or in some intermediate form, for instance in preference shares or at a fixed rate plus bonus stock or a share of profits. Capital is most frequently sought in the form of medium- and long-term loans.”

O segundo nicho estaria relacionado à promoção do mercado de capitais, em diversos sentidos – conjugando (i) e (ii). Diamond (*idem*: 55) destaca que: “A development bank can help to stimulate a capital market by selling its own stocks and bonds, by helping enterprises float or place their securities, and by selling from its own portfolio as widely and as quickly as possible.”

Bruck (2002: 67-8), por sua vez, destaca o papel dos bancos de desenvolvimento, entendido a partir de uma dinâmica de mudança, em diversos nichos, como possibilidades de atuação dos mesmos:

“(1) Entering new fields (branching out) of investment banking and export financing;  
[...]  
(3) Conversion of direct lending operations into apex lending mechanisms, providing funds to other financial intermediaries for on-lending to final borrowers;  
(4) Provision of working capital financing and bridge loan financing;

[...]

(7) Activities contributing to the development of capital markets, securities markets, and incentives for private sector development and foreign investment;

[...]

(9) Creation of non-bank financial intermediaries as subsidiaries or affiliates of development banks in the fields of leasing, insurance, brokerage, savings institutions, credit rating firms, venture capital, pension and mutual fund management, credit card sponsorship and administration, and microenterprise finance.”

UN-DESA (2005b: 24) destaca que “development banks can play a role both in the creation of markets for long-term financing and in guaranteeing access to financial services by the poor”. Com efeito, o estabelecimento de uma estrutura operacional que garanta o fornecimento de financiamento de longo prazo, cuja incerteza associada é elevada, é um *locus* fundamental de atuação destas instituições, bem como a busca por ampliar o acesso dos agentes ao sistema financeiro<sup>47</sup>.

A relevância destas instituições para o desenvolvimento financeiro é ressaltada ainda em outras passagens: “it may be desirable to design institutional arrangements in which development banks play an essential role in the creation of new markets, including different mechanisms for long-term lending” (*idem*: 23); “The role of development banks should be viewed as complementary to, rather than as substituting for, private sector financial development.” (*idem*: 24).

Na mesma linha, o trabalho do UN-DESA (2005a) identifica uma série de possibilidades, inclusive de instrumentos, divididas em três áreas: a provisão de crédito de longo prazo, a provisão de capital e ferramentas de mitigação de risco. Na primeira, o trabalho destaca o engajamento dos bancos de desenvolvimento nas seguintes atividades (UN-DESA, 2005a: 18):

- Ofertando crédito subsidiado, com vistas à inclusão dos agentes econômicos;
- Ofertando crédito de longo prazo para investidores domésticos;

---

<sup>47</sup> O termo *poor* no referido trabalho não se refere apenas à pessoas pobres, mas a agentes preteridos pelos mercados financeiros de modo geral.



- Desenvolvendo instrumentos mais rebuscados de financiamento: cofinanciamento, novos tipos de linha de crédito, capital, mezanino (dívidas subordinadas ou certificados de participação) etc.;
- Desenvolvendo um mercado secundário de crédito de longo prazo por meio da demanda por empréstimos de longo prazo realizados por instituições financeiras privadas;
- Atuar como *market-maker*, de modo geral.

Na área do mercado de capitais, em seu turno, o trabalho lista as seguintes políticas (*idem*: 21-2):

- Ao invés de ofertar crédito, se tornar um parceiro, fornecendo capital por meio da compra de ações, certificados de ações ou opções – sem retorno garantido, mas dividindo os lucros futuros;
- Criando fundos para alavancar as aplicações no mercado de capitais;
- Criando um portfólio próprio, incluindo aí a participação por meio de *private equity* ou *venture capital*;
- Vendendo ações de modo a estimular o mercado secundário de ações.

Destaca-se também a possibilidade da criação de instrumentos estruturados, por meio de securitização, para viabilizar a criação de um mercado de capitais de longo prazo:

“Securitization can be a key instrument in developing domestic medium to long-term debt markets, by offering credit-enhanced securities to domestic investors. It consists in issuing debt against income generating assets. It is a way to access capital markets, improve liquidity of the bank and lend more money, and to better manage risk. In particular it can be a way to finance infrastructure projects and PPPs: an NDB (or, more often, a Special Purpose Vehicle) can sell securities backed by its assets to private investors, and then use the proceeds to finance the PPP.” (*idem*: 20).

Por fim, o trabalho destaca o desenvolvimento das seguintes ações para facilitar o acesso dos agentes ao sistema financeiro (*idem*: 22-3):

- Garantias parciais de crédito, que podem alavancar as operações no mercado de capitais, aumentar a oferta de dívida subordinada e capital mezanino, e ampliar o prazo dos instrumentos financeiros;
- Mecanismos de co-garantia, em parceria com o setor privado;
- Ferramentas que permitam reduzir o descasamento cambial dos agentes que tomam recursos no sistema financeiro (reduzindo, assim, a fragilidade externa).

Esta espécie de catálogo apresentada nesta subseção pretende apenas clarificar quais elementos iremos buscar na nossa análise empírica. Cabe mencionar que, em diversos trabalhos, menciona-se os bancos de desenvolvimento brasileiros, de modo geral, e, mais especificamente, o BNDES e o BNB como exemplos chave para analisar o papel destas instituições no desenvolvimento financeiro. Este papel só não foi explicitado aqui para que possamos dar a ele o cuidado merecido no próximo Tomo.

### **III.3. Conclusão**

A intervenção estatal nos sistemas financeiros se dá por várias vias. Em especial, dividimos as políticas financeiras em dois grupos, um primeiro que mantém os mercados como estruturas de governança das relações e transações financeiras e um segundo onde estruturas alternativas são desenvolvidas, em especial, bancos de desenvolvimento. Destacamos que a despeito da intervenção estatal corretiva, reforçando o papel do mercado como estrutura de governança das relações financeiras (primeiro grupo), as condições de operações dos mercados financeiros que levam a sua ineficiência não são eliminadas. Neste caso, a constituição de estruturas de governança alternativas aos mercados (segundo grupo), surge como opção para fazer frente de forma mais aguda à incerteza e eliminar as falhas de mercado.

A constituição de bancos de desenvolvimento – estruturas de governança de caráter híbrido, criadas e controladas pelo Estado, com o objetivo de ampliar a funcionalidade dos sistemas financeiros, em todas suas dimensões, ao desenvolvimento econômico – se faz mister como forma de socialização dos riscos, necessária a ampliação da funcionalidade dos sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico. Em especial, se faz necessário incorporar “a view of the activities of development banks as complementary to those of the private sector and, indeed, a view of the banks themselves as agents of innovation that should in the long-run encourage rather than limit private sector financial development.” (UN-DESA, 2005b: 24)

Neste sentido, os bancos de desenvolvimento são capazes de implementar uma série de políticas financeiras, podendo até ser marcadas pela introdução de inovações financeiras a nível local, tendo como norte a ampliação do acesso dos agentes aos diversos segmentos, instrumentos e ativos dos sistemas financeiros. Bancos de desenvolvimento atuam, portanto, em determinados segmentos do sistema financeiro e com determinados tipos de ativos financeiros, de modo a garantir que a condição anteriormente delineada seja alcançada. É sobre estas áreas que conduziremos nossa investigação sobre o caso brasileiro, no período pós-liberalização financeira – isto é, de 2000 a 2011.

### TOMO III: BNDES, BNB E SEU PAPEL NA AMPLIAÇÃO DA FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO AO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NO PERÍODO 2000-2011

A profunda liberalização financeira que marcou os países em desenvolvimento a partir da década de 1990 gerou uma igualmente profunda reestruturação dos sistemas financeiros dos mesmos, no sentido da abertura a instituições financeiras estrangeiras e liberalização dos fluxos de capitais estrangeiros, bem como da privatização ou liquidação de bancos públicos e de desenvolvimento – exatamente na linha do receituário proposto pelo modelo Shaw-McKinnon, como já observamos em outras oportunidades anteriormente (Hermann, 2002; Paula, 2011). Yeyati et al. (2004: 5), por exemplo, registram que “from 1987 to 2003 more than 250 banks were privatized, raising US\$ 143 billion”, ao redor do mundo.

O Brasil, contudo, constitui um caso emblemático já que, a despeito da onda de privatizações que atingiu principalmente os bancos públicos estaduais, sustentou ainda certa estrutura de bancos públicos e de desenvolvimento<sup>48</sup>. Como podemos observar na Tabela TIII.1, este número se reduziu significativamente ao longo do tempo, mas os ativos controlados por estas instituições ainda respondem por uma parcela significativa, de 42,1%, dos ativos totais do sistema financeiro brasileiro (Gráfico TIII.1).

**Tabela TIII.1: Quantitativo de bancos por origem de capital**

	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Bancos<sup>1/</sup> Públicos<sup>2/</sup></b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
Bancos <sup>1/</sup> Privados	187	210	175	167	152	150	150	147	146	143	147	148	148	151
Nacionais	124	144	91	81	76	78	82	77	78	77	83	82	77	73
Nacionais com Part. Estrangeira <sup>3/</sup>	31	28	14	14	11	10	10	13	12	10	2	6	11	16
Controle Estrangeiro <sup>4/</sup>	13	21	57	61	56	53	49	49	48	49	56	54	54	56
Estrangeiros <sup>5/</sup>	19	17	13	11	9	9	9	8	8	7	6	6	6	6
<b>Bancos de Desenvolvimento</b>	<b>n.d.</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>Total</b>	<b>217</b>	<b>248</b>	<b>197</b>	<b>186</b>	<b>171</b>	<b>169</b>	<b>168</b>	<b>165</b>	<b>163</b>	<b>160</b>	<b>163</b>	<b>162</b>	<b>161</b>	<b>164</b>

Fonte: BCB.

1/ Inclui bancos múltiplos, bancos comerciais e caixa econômica

2/ Inclui caixas econômicas (estaduais, em funcionamento até Jan/99, e a Caixa Econômica Federal)

<sup>48</sup> Vale notar que a privatização dos bancos públicos estaduais não necessariamente significou a “destruição” completa da estrutura, pois muitos foram transformados em agências de fomento (1998), ao invés de serem fechados ou privatizados.

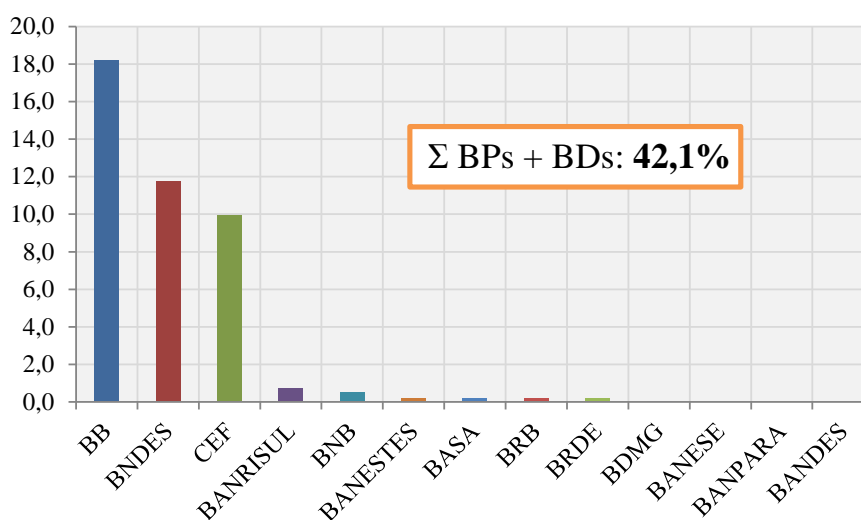
3/ Inclui bancos que detêm participação estrangeira maior que 10% e menor que 50% do capital votante, conforme Carta-Circular 2.345/93.

4/ Bancos múltiplos e comerciais com controle estrangeiro (exceto filiais)

5/ Filiais de bancos estrangeiros

**Gráfico TIII.1: Participação do Ativo em Relação ao Ativo Total do Sistema Financeiro Brasileiro**

Dezembro de 2011 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Relatório 50 Maiores Bancos do BCB.

Ou seja, ainda pode-se observar a existência de diversos bancos públicos e de desenvolvimento no país, cujas formas e escopo de atuação divergem, implicando significativa heterogeneidade. Neste sentido, optou-se por abordar a temática do papel dos bancos de desenvolvimento na ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico a partir de “estudos de caso”, ao invés de uma análise abrangente do setor, que, certamente, extrapolaria os limites de tempo e espaço desta dissertação.

No momento de delinear a periodicidade a ser analisada, focamos no período pós-liberalização financeira, quando passa a haver maior estabilidade da estrutura do sistema financeiro brasileiro, e tomamos o ano de 2000 como marco para o início da análise. Este ano é significativo em função da edição de uma série de Resoluções e normativos que são associados à “conclusão”, por assim dizer, do processo de liberalização no país (e.g., Resolução 2.689/2000 do CMN). Além disso, o ano marca o início da vigência do então novo

arcabouço de política econômica, baseado no tripé câmbio flutuante, regime de metas para inflação e metas fiscais para o superávit primário.

Os estudos de caso a serem conduzidos nos próximos dois capítulos dirão respeito ao que consideramos como os dois maiores bancos de desenvolvimento em atuação no Brasil: o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), em âmbito nacional, e o Banco do Nordeste do Brasil (BNB), em âmbito regional<sup>49</sup>. Ainda que reconheçamos a relevância do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, consideramos que estes bancos se ocupam mais das funções típicas de bancos comerciais do que de bancos de desenvolvimento, conforme argumentado no Capítulo III. Além disso, ambos os bancos selecionados compartilham do gerenciamento de fundos constitucionais – o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), no caso do BNDES e o Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste (FNE), no caso do BNB –, cada qual em seu nível de atuação, que garantem uma estrutura financeira (*funding*) que viabiliza sua atuação em busca aos objetivos gerais comuns aos bancos de desenvolvimento, definidos no capítulo anterior.

Nos próximos dois capítulos, o Capítulo IV dedicado ao BNDES e o Capítulo V dedicado ao BNB, buscaremos analisar as formas de atuação destas instituições, destacando inclusive os tipos de instrumentos e ativos financeiros utilizados, no sentido de: (i) ampliar o acesso dos agentes aos sistemas financeiros; e (ii) prover atendimento a segmentos excluídos e/ou restringidos no sistema financeiro privado. A partir daí, buscaremos identificar se e de que maneira estes bancos de desenvolvimento favoreceram a ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico.

---

<sup>49</sup> Há indícios, ainda, de que o BNB seja “a maior instituição financeira de desenvolvimento regional da América Latina” (Falabella, 2009: 162).

#### **CAPÍTULO IV. O PAPEL DO BNDES NA AMPLIAÇÃO DA FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO AO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO ENTRE 2000 E 2011**

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foi criado em 1952, no segundo governo Vargas, como forma de prover o financiamento necessário à industrialização brasileira, de forma “não inflacionária” (Araújo, 2007). Além das funções financeiras, por assim dizer, de banco de desenvolvimento, caberia também ao BNDES “substituir” a Comissão Mista Brasil Estados Unidos (CMBEU) – dissolvida, *grosso modo*, em função da mudança nos rumos da política externa americana – dada a necessidade de uma instituição que atuasse como órgão formulador e executor da política de desenvolvimento econômico nacional (Martins, 1976; Tavares, 2010). A criação do BNDES foi tida como fundamental para a viabilização da política industrial desenhada pelo governo brasileiro, cabendo ao banco “estudar e sugerir medidas destinadas a criar condições para eliminar os obstáculos ao fluxo de investimentos, públicos e particulares, estrangeiros e nacionais, necessárias a promover o desenvolvimento econômico” (BNDES, 2002: 3) – e que reflete, inclusive, o caráter híbrido desta instituição.

Juridicamente, o BNDES foi criado como autarquia federal e enquadrado posteriormente como empresa pública federal (1971), com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio, de capital integralmente controlado pela União. Somente a partir de 1964 (lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964) o BNDES é enquadrado como instituição financeira constituinte do Sistema Financeiro Nacional, integrando categoria própria e distinguindo-se, portanto, de qualquer outra instituição componente no sistema financeiro brasileiro. Vale lembrar, ainda, que a alcunha inicial do BNDES era Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (portanto, BNDE) e foi alterada na década de 1980 para incluir simultaneamente a letra “S”, de Social, ao nome do banco e à este a função de

obter recursos e elaborar projetos na área social, com o objetivo de “apoiar programas de alimentação, habitação popular, saúde, educação e amparo ao pequeno agricultor” (BNDES, 2002: 23).

O BNDES se ocupou, sobretudo, em atuar no fornecimento de recursos para projetos que demandavam financiamentos de longo prazo – em especial, aos projetos ligados aos setores industriais e de infra-estrutura. Seu papel na ampliação da funcionalidade do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico brasileiro, portanto, se delineia a partir do direcionamento de recursos para a realização destes investimentos, operando, assim, um segmento do sistema financeiro, cuja elevada incerteza justifica o desinteresse privado e, portanto, sua prévia ausência, bem como contribuindo para ampliar o acesso ao sistema financeiro pelos agentes que tivessem tais projetos em seu horizonte. Além desta forma de atuação fundamental, outras ações desenvolvidas pelo banco foram também importantes no processo de aprofundamento do sistema financeiro brasileiro, especialmente ao longo do último decênio.

As próximas seções buscam descrever as formas de atuação do banco entre 2000 e 2011, tal como definido na introdução do Tomo III, de modo a caracterizar as formas pelas quais o BNDES contribuiu para ampliar a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico do país. Optou-se por subdividir estas formas de atuação em duas seções, sendo a primeira tratando das ações do banco no segmento de crédito, enquanto a segunda no mercado de capitais. Soma-se a elas uma terceira seção, que conclui o capítulo.

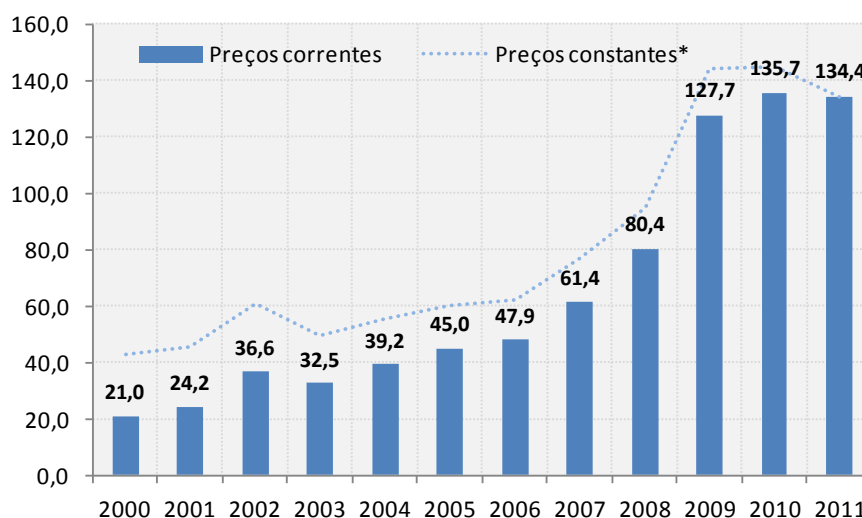
#### **IV.1. Crédito**

Ainda que os desenvolvimentos recentes tenham tornado as relações e transações financeiras extremamente complexas, o segmento de crédito é naturalmente o *locus* central de atuação dos bancos de desenvolvimento – e, portanto, do BNDES. Em números agregados, o



banco desembolsou a soma de R\$ 786,0 bilhões referente a operações, diretas ou indiretas, de crédito entre 2000 e 2011 (Gráfico IV.1) ou, em média, R\$ 65,5 bilhões por ano. Esta cifra partiu do valor de R\$ 21,0 bilhões no ano 2000 para um patamar 6 vezes superior, de R\$ 134,4 bilhões, em 2011, em valores correntes. Descontada a inflação do período, o crescimento é obviamente mais modesto, mas ainda significativo: o volume de desembolsos atinge patamar 3 vezes superior – para se ter uma base de comparação, o PIB a preços constantes se elevou 1,5 vezes no mesmo período.

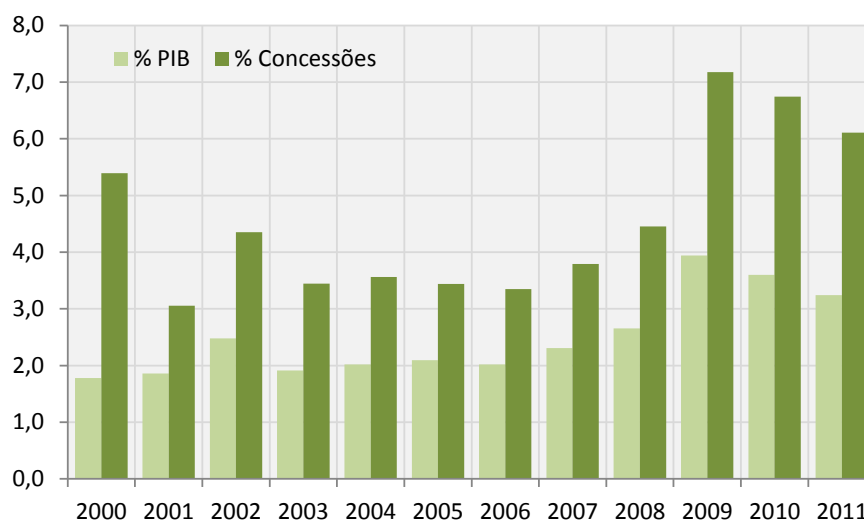
**Gráfico IV.1: Desembolsos do Sistema BNDES em Operações de Crédito**  
R\$ Bilhões



Fonte: BNDES. \*Valores atualizados para preços de 2011 com referência no IPCA.

Embora significativamente crescentes, os valores dos desembolsos do BNDES são modestos quando comparados ao produto interno bruto (PIB). A relação entre as duas variáveis girou em torno de 2,0% durante boa parte do período analisado (entre 2000 e 2008), mas chegou a atingir o patamar de 4,0% no ano de 2009 (Gráfico IV.2). Situação semelhante ocorre quando comparamos os desembolsos do BNDES com o total de concessões de crédito com recursos livres: neste caso, a parcela é maior, perto de 3,5% entre 2000 e 2008 e em torno de 6,5% entre 2009 e 2011, mas, ainda assim, modesta.

**Gráfico IV.2: Desembolsos do Sistema BNDES em Operações de Crédito**  
% PIB



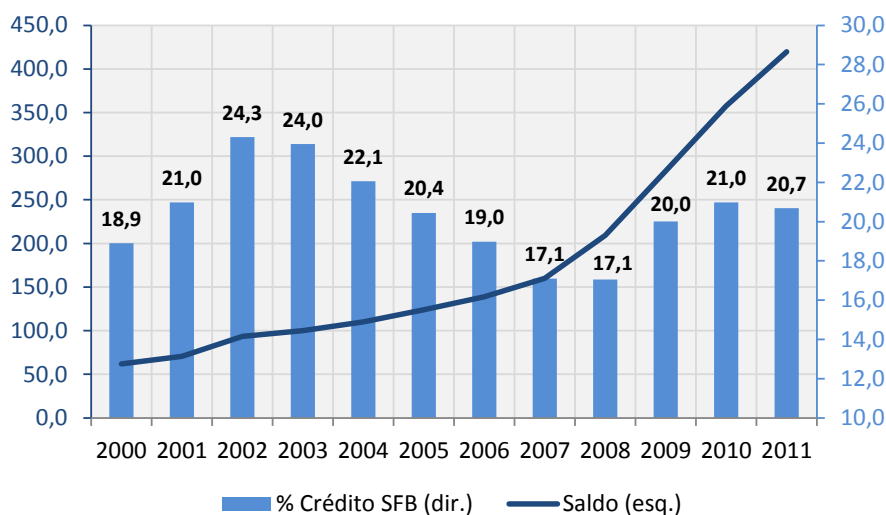
Fonte: BNDES e IBGE.

Os valores das duas relações apurados no parágrafo anterior sugerem, à primeira vista, que o papel do BNDES no segmento de crédito do sistema financeiro brasileiro é bastante limitado; conclusão que contrasta significativamente com a argumentação já adiantada neste trabalho. Contudo, quando nos ocupamos da análise do estoque de crédito ao invés dos fluxos, a figura que obtemos é sobremaneira distinta. Os saldos – ou estoque – de crédito do BNDES representaram, em média, 20,5% do saldo total de crédito do sistema financeiro brasileiro entre 2000 e 2011, tendo atingido 24,3% e 24,0%, ou seja, praticamente um quarto do saldo total, nos anos de 2002 e 2003, respectivamente (Gráfico IV.3). A relevância do BNDES revelada por este indicador é, portanto, amplamente superior, o que justifica um questionamento mais aprofundado acerca desta discrepância fluxo-estoque, a ser conduzido numa das próximas subseções (crédito de longo prazo).

Antes, contudo, cabe destacar que a atuação do BNDES no segmento de crédito se dá a partir da provisão de diversos produtos ou instrumentos financeiros. Os financiamentos se dividem em produtos, que “definem as regras gerais de condições financeiras e procedimentos operacionais do financiamento” (BNDES, 2012a), onde são aplicadas as linhas de financiamento, que se “destinam a beneficiários, setores e empreendimentos específicos”

(*ibidem*). O Quadro IV.1 resume os principais produtos existentes e as características que lhe são associadas, enquanto a tabela IV.1 provém os desembolsos relativos a cada categoria:

**Gráfico IV.3: Saldo das Operações de Crédito do Sistema BNDES**  
R\$ Bilhões e % do Crédito Total do Sistema Financeiro Brasileiro



Fonte: BCB.

**Quadro IV.1: Produtos de Crédito do Sistema BNDES**

Produto	Característica
<b>BNDES Finem</b>	Financiamentos a projetos de investimento de valor superior a R\$ 10 milhões
<b>BNDES Automático</b>	Financiamento a projeto de investimento de valor até R\$ 20 milhões, caso o cliente seja micro, pequena, média ou média-grande empresa, ou até R\$ 10 milhões, se o cliente for uma grande empresa
<b>BNDES Finame</b>	Financiamentos para a produção e aquisição de máquinas e equipamentos novos
<b>BNDES Finame Agrícola</b>	Financiamentos para a produção e aquisição de máquinas e equipamentos novos, destinados ao setor agropecuário
<b>BNDES Finame Leasing</b>	Financiamento de aquisição isolada de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, destinados a operações de arrendamento mercantil
<b>BNDES Exim</b>	Financiamentos destinados tanto à produção e exportação de bens e serviços quanto à comercialização destes no exterior
<b>BNDES Limite de Crédito</b>	Crédito rotativo para o apoio a empresas ou Grupos Econômicos já clientes do BNDES e com baixo risco de crédito
<b>BNDES Empréstimo-Ponte</b>	Financiamento a um projeto, concedido em casos específicos, para agilizar a realização de investimentos por meio da concessão de recursos no período de estruturação da operação de longo prazo
<b>BNDES Project finance</b>	Engenharia financeira suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo empreendimento
<b>BNDES Fianças e Avais</b>	Prestação de fianças e avais com o objetivo de diminuir o nível de participação nos projetos. Utilizado, preferencialmente, quando a combinação de formas alternativas de <i>funding</i> permitir a viabilização de operações de grande porte
<b>Cartão BNDES</b>	Crédito rotativo pré-aprovado, destinado a micro, pequenas e médias empresas e usado para a aquisição de bens e insumos

Fonte: BNDES (2012a).

**Tabela IV.1: Desembolsos do Sistema BNDES por Produto de Crédito**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Modalidade Direta</b>	<b>9,0</b>	<b>10,8</b>	<b>21,2</b>	<b>14,3</b>	<b>17,2</b>	<b>20,1</b>	<b>18,7</b>	<b>23,4</b>	<b>31,9</b>	<b>69,5</b>	<b>42,0</b>	<b>50,1</b>
BNDES Finem	5,5	6,8	13,4	8,0	11,4	13,3	14,6	22,0	28,6	65,1	37,6	45,2
BNDES-Exim	3,4	3,9	7,7	6,3	5,7	6,7	4,1	1,3	3,3	4,3	4,2	4,7
BNDES Não reembolsável	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
<b>Modalidade Indireta</b>	<b>12,1</b>	<b>13,4</b>	<b>15,4</b>	<b>18,2</b>	<b>22,1</b>	<b>24,9</b>	<b>29,2</b>	<b>38,0</b>	<b>48,5</b>	<b>58,2</b>	<b>93,8</b>	<b>84,2</b>
BNDES Automático	1,8	2,3	2,5	2,8	3,5	3,7	3,6	5,1	5,5	10,3	13,4	11,3
BNDES Finame Agrícola	1,4	1,8	3,0	2,9	4,6	2,2	1,5	2,1	2,7	2,8	5,4	5,4
BNDES Finame	2,5	3,3	4,0	5,3	6,6	9,3	10,8	17,0	22,2	20,7	46,8	46,5
BNDES Finem	4,0	3,7	1,6	1,3	1,7	1,9	2,7	5,1	6,0	9,9	7,8	6,3
BNDES-Exim	2,3	2,1	4,0	5,6	5,5	7,3	9,8	6,7	9,6	11,4	15,5	6,7
BNDES Não reembolsável	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BNDES Finame Leasing	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,5	0,6	1,4	1,6	0,6	0,6	0,5
Cartão BNDES	-	-	-	0,0	0,0	0,1	0,2	0,5	0,8	2,5	4,3	7,6
<b>Total</b>	<b>21,1</b>	<b>24,2</b>	<b>36,6</b>	<b>32,5</b>	<b>39,3</b>	<b>45,0</b>	<b>47,9</b>	<b>61,4</b>	<b>80,4</b>	<b>127,7</b>	<b>135,8</b>	<b>134,3</b>

Fonte: BNDES.

As operações diretas são conduzidas e carregadas diretamente pelo banco, se referindo, de modo geral, a grandes operações (com valores comumente superiores a R\$ 10 milhões), enquanto as operações indiretas são descentralizadas, sendo conduzidas por intermediários financeiros associados ao banco – neste caso, o BNDES carrega o risco de contraparte da operação, ficando o risco de crédito nas mãos do banco intermediário. Há que se notar certa simetria na distribuição entre as operações diretas e indiretas, que, aproximadamente, e em média, dividiram igualmente o volume dos desembolsos do banco.

Estas diferentes formas de prover os recursos, bem como as diferentes linhas utilizadas, se conjugam, contudo, num objetivo único, qual seja ampliar a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico, a partir da execução de diversos papéis ou da atuação em diversas frentes, que serão analisadas nas subseções seguintes.

#### *IV.1.a. Papel anticíclico e fragilidade financeira*

A atuação das instituições financeiras privadas no mercado de crédito ocorre a partir de uma lógica essencialmente pró-cíclica: em períodos de otimismo, onde a percepção dos

agentes sobre o grau de incerteza é menos aguda, a concessão de crédito ganha força; em períodos de turbulência, contudo, a preferência pela liquidez favorece a aplicação em ativos monetários, desencorajando a concessão de crédito. Do ponto de vista do tomador, contudo, as diferentes fases do ciclo expectacional se materializam nas condições com que o mesmo se depara no mercado em termos da assunção de novas dívidas ou da rolagem das antigas, o que, em última instância, afeta, individualmente, seu grau de fragilidade financeira. Portanto, em momentos de pessimismo, fica mais difícil tomar novos ou rolar empréstimos em condições favoráveis, o que tende a agravar situações financeiras especulativas ou Ponzi.

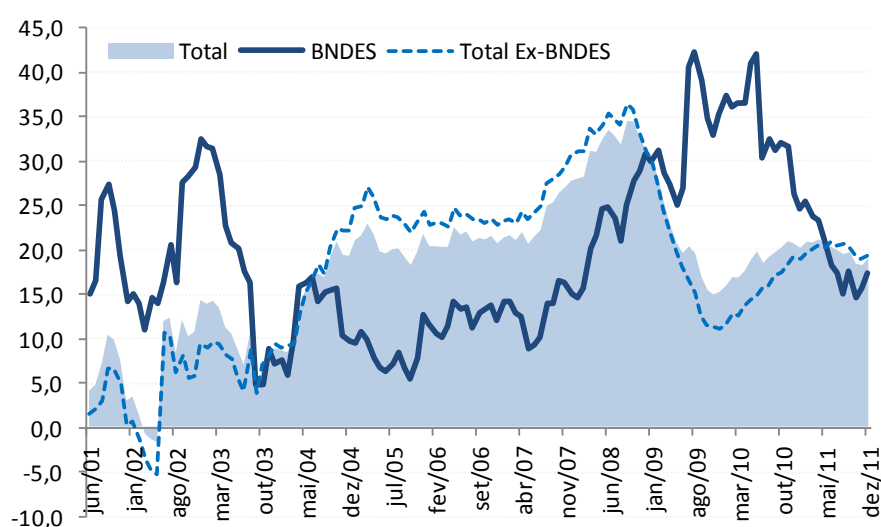
Nesse contexto, uma das funções primordiais assumidas pelo BNDES está ligada ao caráter anticíclico das operações conduzidas pelo banco. Este papel é fundamental para evitar a *débâcle* dos agentes que carregam posições financeiras mais especulativas, pois assegura, ou contribui para assegurar, a estes agentes o fluxo de crédito necessário para rolagem de suas dívidas ou o financiamento de suas posições.

Durante o período 2000-11, o BNDES atuou de forma anticíclica, principalmente, em dois momentos. O primeiro, durante a crise de 2002, relacionada à eleição do presidente Lula, que revelou fragilidades do balanço de pagamentos e problemas na precificação da dívida pública; o segundo, em meio à crise financeira internacional de 2008-9, especialmente após a falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008 (Gráfico IV.4). Vale notar que neste segundo momento, o banco já perseguia uma trajetória de expansão dos seus negócios, mas esta foi reforçada após o estourar da crise.

É importante notar que neste segundo momento, durante a crise de 2008-9, o BNDES chegou a assumir uma série de operações comumente conduzidas pelo mercado, como, por exemplo, o crédito à exportação: estas operações atingiram a cifra de R\$ 15,7 e R\$ 19,7 bilhões nos anos de 2009 e 2010, respectivamente, quando as concessões privadas recuaram cerca de R\$ 25 bilhões (Gráfico IV.5). O produto BNDES Exim aqui considerado está ligado

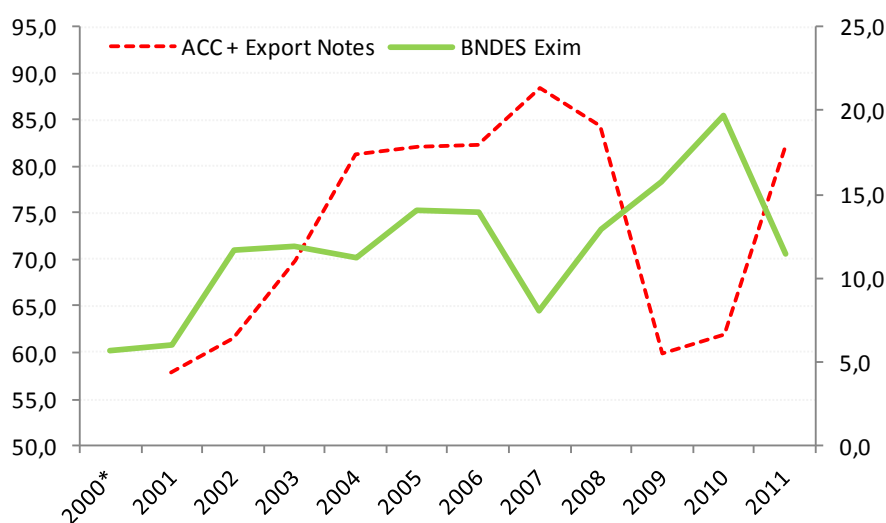
diretamente à condução de atividades usuais das empresas exportadoras, tanto na produção, quanto na comercialização de bens no exterior, incluindo o adiantamento de contratos de câmbio, o fornecimento de capital de giro, dentre outros, divididos nas modalidades Pré-Embarque e Pós-Embarque. Portanto, ele funciona como um substituto relativamente perfeito do crédito privado à exportação.

**Gráfico IV.4: Saldos das Operações de Crédito do Sistema Financeiro Brasileiro**  
Variação % em 12 meses



Fonte: BCB – DEPEC.

**Gráfico IV.5: Desembolsos do BNDES Exim e do Mercado de Crédito**  
R\$ Bilhões



Fonte: Elaboração própria a partir de informações do BNDES e do BCB – DEPEC.  
\* Dados de ACC e Export Notes disponíveis somente entre junho e dezembro de 2000.

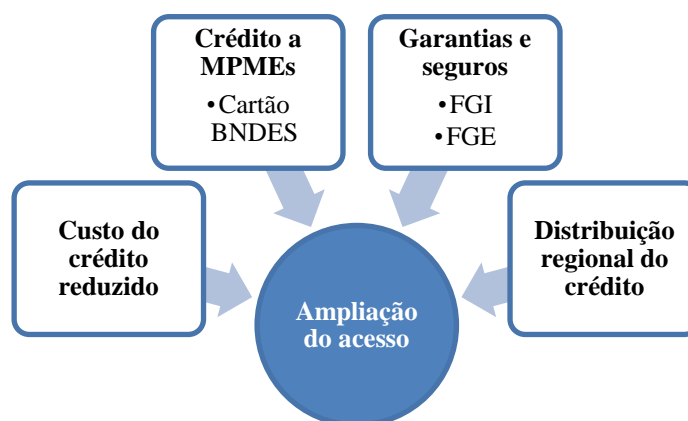
Além disso, e em menor medida, o BNDES atuou também na provisão de capital de giro, complementando a atuação agressiva de outras instituições financeiras públicas, como o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal – ver, por exemplo, Sant’Anna et al. (2009).

Garantir, destarte, a estabilidade do fluxo e das condições de crédito a partir de uma lógica de atuação contra-cíclica pode ser definida como uma forma relevante de atuação do banco para promover uma maior funcionalidade do sistema financeiro ao desenvolvimento econômico, pois se contribuiu, de modo geral, para a formatação de posições menos frágeis do ponto de vista financeiro. Em última instância, esta forma de atuação permitiu que as instituições, financeiras e não-financeiras, brasileiras gozassem de posições financeiras mais confortáveis do ponto de vista da fragilidade financeira Minskyana, contribuindo para que a instabilidade financeira externa não se metamorfoseie numa crise financeira no Brasil.

#### ***IV.1.b. Acesso ao crédito***

Situamos a ampliação do acesso ao crédito como um dos eixos fundamentais de atuação dos bancos de desenvolvimento. Nesta frente, várias ações e formas de atuação diferenciadas podem ser identificadas. A Figura IV.1 abaixo resume as principais, sendo elas detalhadas em seguir, em cada subseção específica.

**Figura IV.1: Formas de Atuação do BNDES para a Ampliação do Acesso ao Sistema Financeiro**



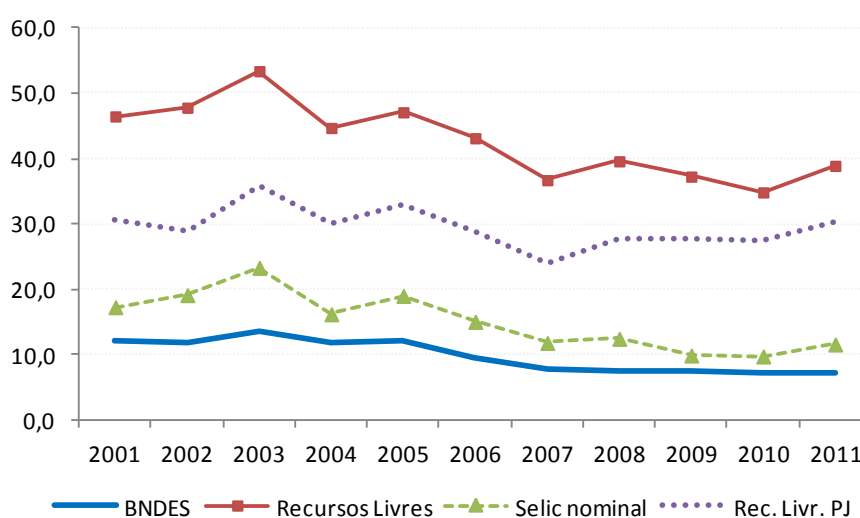
Fonte: Elaboração Própria.

### a. Taxas de juros e custo do crédito

Uma primeira contribuição fundamental do BNDES na ampliação do acesso dos agentes a este segmento ocorre a nível macro, a partir da redução do custo do crédito. Sendo o Brasil figurante do topo do ranking mundial das taxas de juros, tanto reais quanto nominais, e tanto básica quanto de empréstimos, é razoável que boa parte dos agentes não acesse o mercado de crédito em função do elevado custo que se coloca. Em especial, é necessário que o retorno esperado de um investimento seja muito elevado, para que, neste contexto, “justifique” o alto custo financeiro que o mesmo engendra.

No Gráfico IV.6, observamos que a taxa média das operações de crédito com recursos livres girou em torno de 40,0% a.a. em boa parte do período 2001-2011. Este valor é inferior para as operações que envolvem pessoas jurídicas, *ma non troppo*: a taxa das operações livres com pessoas jurídicas flutuou em torno de 30% a.a.. Considerando a taxa Selic real, que flutuou em torno de 15% a.a., este custo de crédito exigiria retornos dos investimentos da casa dos 45%-55% a.a., o que claramente contribui para inibir o acesso das empresas ao crédito.

**Gráfico IV.6: Taxa Média das Operações de Crédito**  
% a.a.



Fonte: BCB – DEPEC e elaboração própria da taxa Selic real *ex post* (corrigida pelo IPCA). Taxa do BNDES calculada a partir da soma da taxa de juros de longo prazo (TJLP) média do ano mais *spread* (Bazilio e Aronovich, 2012). A presença de intermediários financeiros, isto é, a condução de operações indiretas de crédito pode adicionar até 0,5% a.a. às taxas de empréstimo do BNDES. Mesmo neste caso, as taxas continuam inferiores à taxa Selic nominal.



O BNDES, por sua vez, fornece crédito a taxas compatíveis com o piso de remuneração dos ativos da economia (Selic), ficando, inclusive, abaixo do patamar desta taxa durante todo o período analisado. Em média, a taxa do BNDES (ver nota do Gráfico IV.6 para a metodologia de cálculo) ficou abaixo de 10% a.a., atingindo o pico de 13% a.a. em 2003 e o piso de 7,2% a.a. no biênio 2010-2011. Com estas taxas, o BNDES viabiliza o acesso ao crédito pelos agentes, compatibilizando os custos dos empréstimos com o retorno exigido dos investimentos. Em outras palavras, as taxas mais baixas permitem que uma série de agentes preteridos pelo mercado privado consiga tomar crédito.

As reduzidas taxas cobradas dos tomadores na ocasião da contratação de uma operação de crédito advêm de dois elementos. O primeiro, relacionado ao custo de captação. Diferentemente dos bancos tradicionais, que captam a taxas de mercado que acompanham de perto a taxa Selic, o BNDES tem por seu custo básico a taxa de juros de longo prazo (TJLP)<sup>50</sup> – principal remuneração dos recursos do FAT e do Tesouro –, que é calculada a partir da meta de inflação e de um prêmio de risco relativo a uma taxa de juros internacional de referência somada a uma medida de risco-Brasil<sup>51</sup>. Como se observa no Gráfico IV.7, a TJLP foi relevantemente inferior à Selic em todo o período analisado, o que torna mais barato o custo de captação do BNDES frente aos bancos usuais.

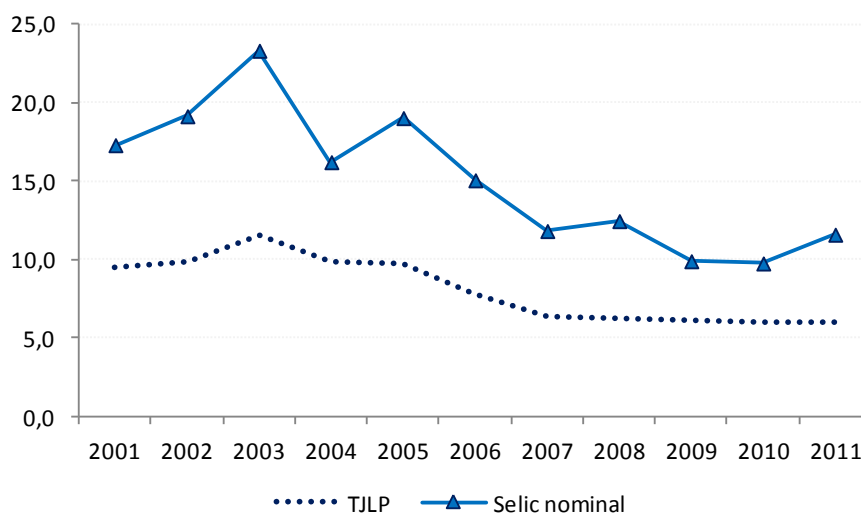
O segundo elemento, em seu turno, está relacionado ao *spread* das operações conduzidas pelo BNDES. O banco não tem como principal motivação de suas operações a obtenção de lucros monetários, o que o leva a considerar outros fatores na determinação de seu *spread* (ver Bazilio e Aronovich, 2012). Isto faz com que o diferencial cobrado pelo BNDES seja cerca de nove vezes inferior ao praticado pelo mercado (Gráfico IV.8).

---

<sup>50</sup> Instituída pela Medida Provisória nº 684/1994, posteriormente convertida na Lei nº 9.365/1996.

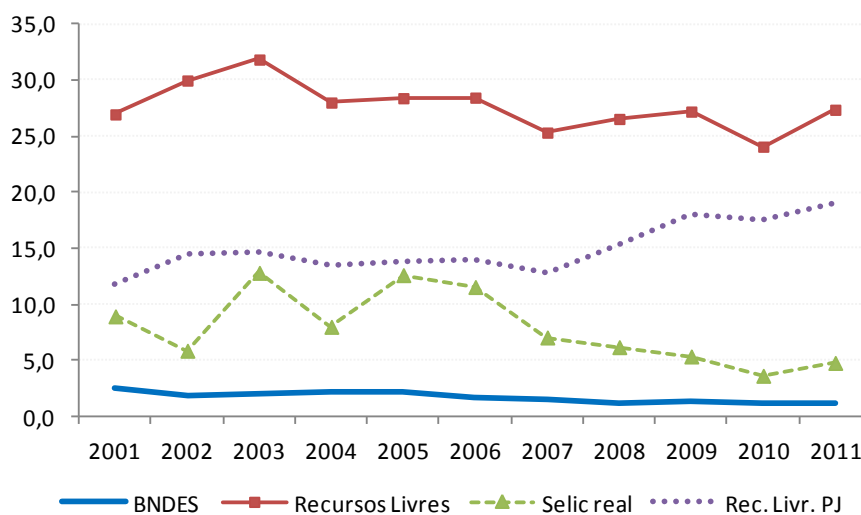
<sup>51</sup> Esta metodologia de cálculo está expressa na Medida Provisória nº 1.921/1999, transformada na Lei nº 10.183/2001, após sucessivas reedições, e regulamentada pela Resolução nº 2.654/1999 do Conselho Monetário Nacional.

**Gráfico IV.7: Taxa de Juros de Longo Prazo x Selic**  
% a.a.



Fonte: BCB – DEPEC.

**Gráfico IV.8: Spread Médio das Operações de Crédito**  
Pontos Percentuais



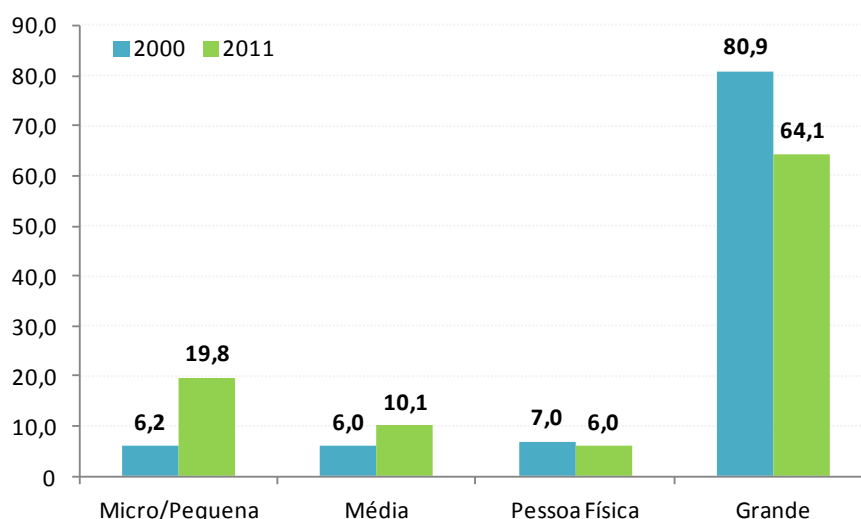
Fonte: Bazilio e Aronovich (2012), BCB – DEPEC e elaboração própria da taxa Selic real *ex post* (corrigida pelo IPCA).

A conjunção destes elementos permite, portanto, que o BNDES pratique taxas de juros de empréstimos, ainda que sujeitas a um adicional de intermediação no caso de operações indiretas, significativamente inferiores às taxas praticadas pelo mercado, tornando viável o acesso dos agentes ao crédito para a condução de seus negócios e, principalmente, para a implementação de projetos de investimento.

### *b. Crédito a Micro, Pequenas e Médias Empresas*

O direcionamento de recursos para as empresas de menor porte é fundamental para viabilizar seu acesso ao crédito, haja vista a tendência à preterição destes tomadores pelo mercado, destacada pelas teorias de filiação Keynesiana. O BNDES redirecionou de forma intensa no último decênio suas formas de atuação para promover as MPMEs: o peso destas no volume de desembolsos saltou de 12,2% em 2000 para 29,9% em 2011, como pode ser observado no Gráfico IV.9.

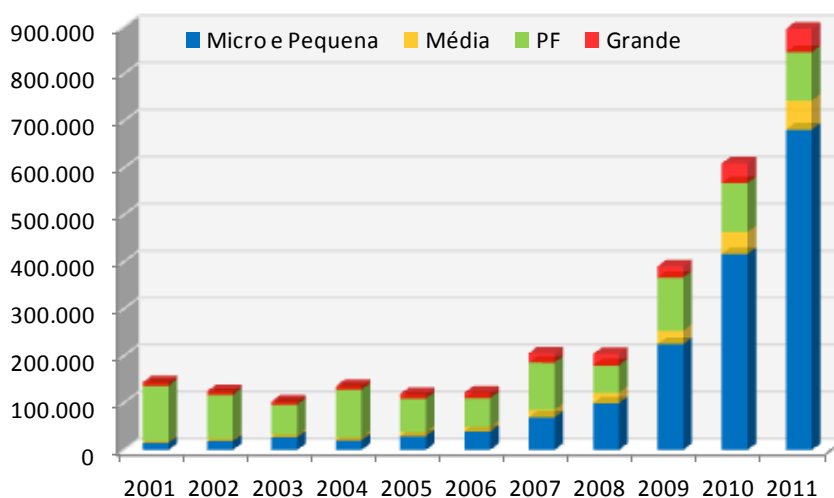
**Gráfico IV.9: Desembolsos do Sistema BNDES por Porte da Empresa**  
% do Volume total de Desembolsos



Fonte: BNDES.

Além disso, ampliou-se também, de modo ainda mais significativo, o número de MPMEs que tiveram acesso ao sistema. Este número, materializado no número de operações de crédito, saltou exponencialmente ao longo do período 2001-2011, mas principalmente, entre 2006 e 2011 (Gráfico IV.10). Neste último ano, o número total de operações referentes às micro e pequenas empresas ficou próximo de 700 mil; se somadas as operações das empresas médias, este número ultrapassa a casa dos 700 mil; e, ainda, se somados os empreendedores individuais, transfigurados na parcela de pessoa física, o número chega a ultrapassar 800 mil. Dentre estas operações, destaca-se as relativas ao Cartão BNDES, que atingiram o número de 540.813 em 2011 – ante 27.807 em 2004.

**Gráfico IV.10: Desembolsos do BNDES a Micro, Pequenas e Médias Empresas**  
Número de operações



Fonte: BNDES.

O Cartão BNDES foi criado no final de 2003, consistindo em um “em um crédito rotativo pré-aprovado destinado às micro, pequenas e médias empresas brasileiras para a aquisição de bens, insumos industriais e serviços” (Machado et al., 2011: 12), observadas algumas condicionalidades, como, por exemplo, índice de nacionalização de ao menos 60%. A ideia do produto é reproduzir um cartão de crédito corporativo, com limite inicial de até R\$ 1,0 milhão por cliente<sup>52</sup>, parceláveis em até 48 meses, de caráter rotativo, cujos recursos destinam-se à aquisição de produtos previamente cadastrados no BNDES:

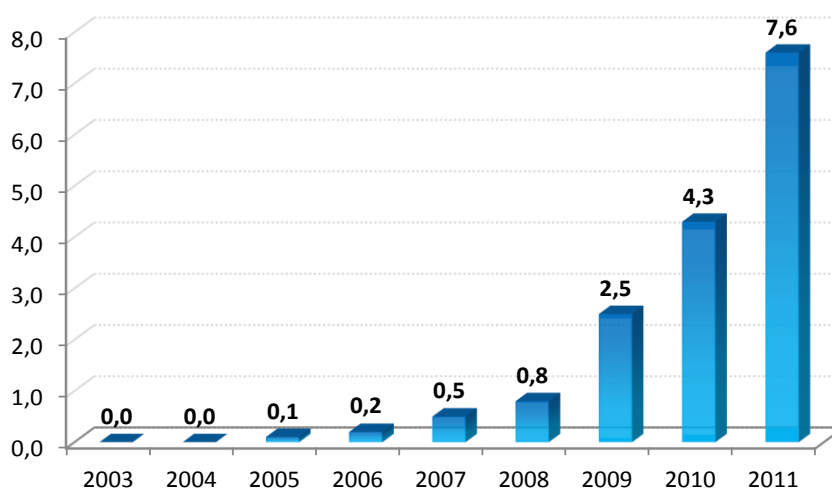
“Os fornecedores cadastrados para comercializar produtos são pessoas jurídicas, com sede e administração no país, que fabricam ou são autorizadas pelo fabricante a vender os itens financiáveis, além de fornecedores de softwares e entidades prestadoras de serviços tecnológicos e, mais recentemente, de fornecedores de cursos de qualificação profissional do eixo de hospitalidade e lazer e de idiomas.” (Machado et al., 2011: 12).

Desde sua criação, o produto se expandiu significativamente: o valor desembolsado por meio deste instrumento saiu de R\$ 1,2 milhões e R\$ 12,1 milhões nos primeiros anos de vigência, 2003 e 2004, respectivamente, para R\$ 7,6 bilhões em 2011 (Gráfico IV.11). Com este crescimento mais que significativo do volume de desembolsos, o Cartão do BNDES foi o

<sup>52</sup> Inicialmente, este limite era de até R\$ 50 mil, tendo sido ampliado para R\$ 100 mil (BNDES, 2006) e posteriormente para R\$ 500mil (Coutinho et al., 2009: 61).

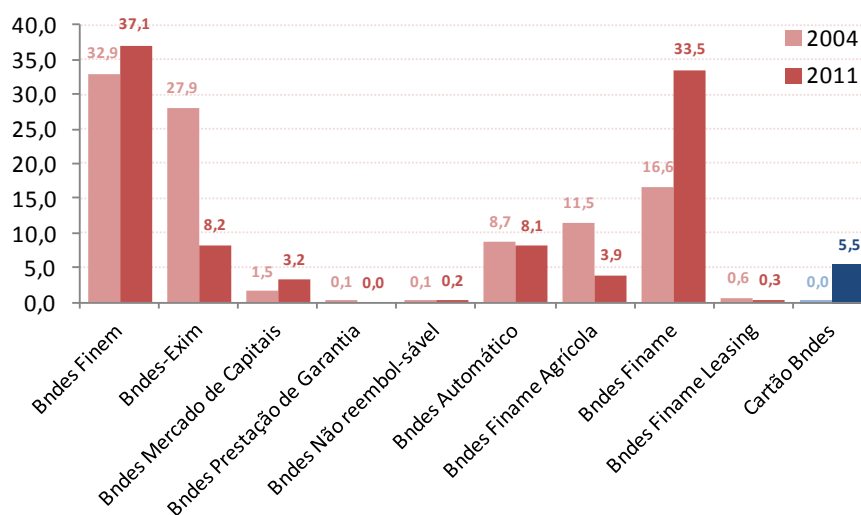
segundo<sup>53</sup> produto do BNDES que mais ampliou seu peso na carteira do BNDES: 5,4 pontos percentuais entre 2004 e 2011 (Gráfico IV.12).

**Gráfico IV.11: Desembolsos do Cartão BNDES**  
R\$ Bilhões



Fonte: BNDES.

**Gráfico IV.12: Desembolsos do Sistema BNDES por Produto**  
% em relação ao Desembolso Total



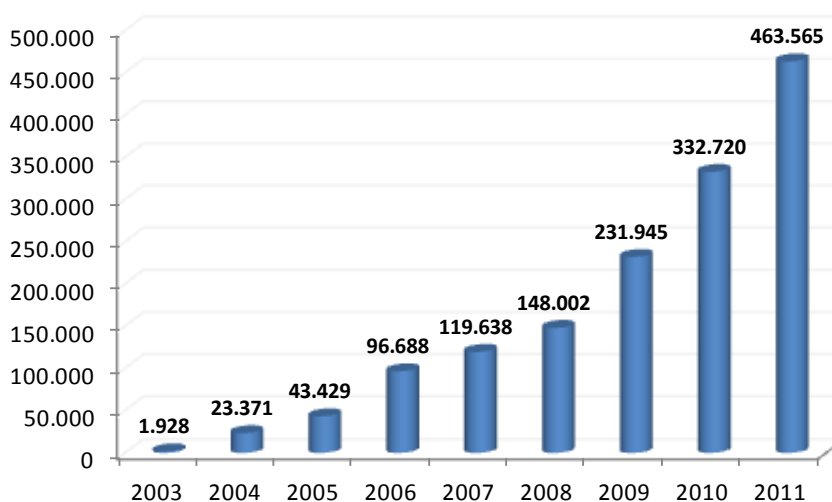
Fonte: BNDES.

Neste contexto, um número (exponencialmente) crescente de agentes passou a ser incluído no mercado de crédito, tornando viável a implementação de investimentos e a condução dos seus negócios a partir do uso do Cartão BNDES. Partindo dos 1.928 cartões

<sup>53</sup> O primeiro foi o BNDES Fimame, cujo peso cresceu 16,9 pontos percentuais entre 2004 e 2011 (Gráfico IV.12).

iniciais, contabilizados até o final de 2003, atingiu-se, em 2011, mais de 450 mil cartões ativos (Gráfico IV.13).

**Gráfico IV.13: Empresas com Cartão BNDES ativo por ano de emissão (acumulado)**  
Número de cartões



Fonte: Machado et al. (2011: 13). Para o ano de 2011, utilizou-se como *proxy* o número de cartões ativos em 2010 mais o número de cartões emitidos em 2011, 130.845, obtido em BNDES (2011).

### c. Garantias e seguros

O papel do BNDES na ampliação do acesso ao crédito também passa por formas indiretas de apoio, em especial, pela provisão de garantias, que permitam às empresas acessarem o mercado de crédito. Segundo BNDES (2011: 65):

“A exigência das instituições financeiras com relação a garantias reais é muitas vezes o principal obstáculo para empresas de menor porte que buscam financiamento. Diante dessa dificuldade, planos de negócios de qualidade podem não se concretizar, retardando ou até inviabilizando oportunidades de crescimento e modernização.”

Para tal, o BNDES contava com o Fundo de Aval do Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade (FGPC), instituído em 1997, substituído pelo Fundo Garantidor para Investimentos (FGI) em 2009. Ao acessar o FGI, as empresas têm acesso a garantias reais que facilitam a tomada de crédito junto ao mercado, bem como proporcionam

condições melhores, em especial, custos mais acessíveis, prazos mais longos e maiores limites, na ocasião da obtenção do empréstimo.

Além disso, o BNDES passou, a partir de 2003, a operacionalizar o Fundo de Garantia de Exportação (FGE), criado inicialmente em 1997<sup>54</sup>, e responsável pelo seguro do crédito às exportações. Segundo BNDES (2012c), o fundo “tem por objetivo segurar as exportações brasileiras de bens e serviços contra os riscos comerciais, políticos e extraordinários que possam afetar as transações econômicas e financeiras vinculadas a operações de crédito à exportação”. Neste sentido, o exportador contrata um seguro contra o não pagamento da contraparte compradora do exterior, seja ele relativo ao *default* do comprador (risco comercial) ou mesmo relativo a atos do governo do país importador (risco político) ou eventos extraordinários, como, por exemplo, a ocorrência de uma guerra (risco extraordinário), que inviabilizem a liquidação da operação de crédito.

Vale observar que os recursos apoiados pelo FGE frequentemente também recebem equalização de taxas de juros, “que cobre o diferencial entre a taxa de juros interna e as taxas vigentes no comércio internacional – a fim de ‘nivelar as condições do jogo’ (*level the playing field*).” (Castro, 2009: 215).

#### *d. Distribuição Regional do Crédito*

A exclusão financeira tende a se manifestar também do ponto de vista regional, criando uma situação de desfuncionalidade do sistema financeiro ao desenvolvimento a nível local (Crocco e Jayme Jr., 2006). Voltaremos mais atentamente a esta questão no próximo capítulo, na análise do BNB, mas é válido mencionar certo esforço do BNDES na promoção de uma redistribuição regional do crédito. Como ressaltado em BNDES (2011: 143):

“A redução das desigualdades sociais e regionais é um dos compromissos do BNDES [...] o Banco envida esforços para ampliar o acesso a seus recursos

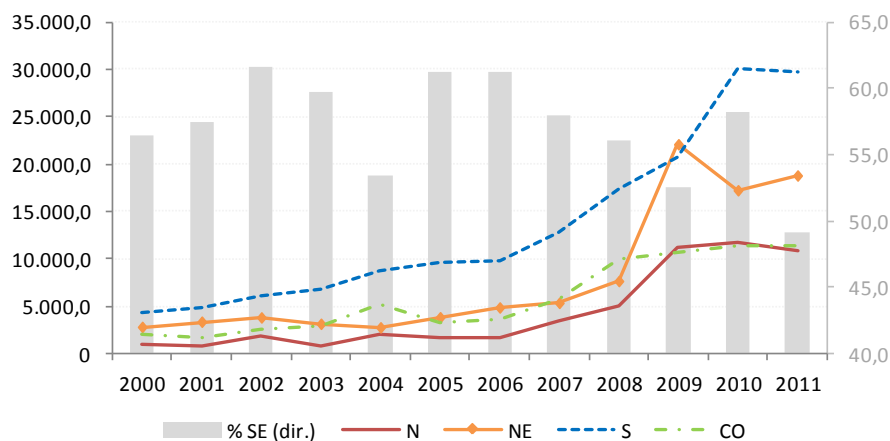
---

<sup>54</sup> Decreto 3.937/1997.

financeiros, respeitando e valorizando as diferentes realidades e vocações em todo o território nacional.”

Neste sentido, ao longo da década analisada, o BNDES empregou esforços na ampliação do crédito para regiões alternativas ao Sudeste, que sofrem de maior racionamento. Há uma redução, ainda que modesta, da parcela de desembolsos destinadas ao Sudeste, que cai de 56,4% em 2000 para 49,1% em 2011 – estes 7,3 pontos percentuais, por sua vez, são redistribuídos a favor das regiões Sul, Norte e Nordeste, liderando a expansão do fluxo de desembolsos do BNDES no período (Gráfico IV.14).

**Gráfico IV.14: Desembolsos do Sistema BNDES por Região**  
R\$ Bilhões e % do Sudeste



Fonte: BNDES.

Além deste viés, contribui para a inclusão das diferentes regiões ações como a emissão de cartões, no âmbito do Cartão BNDES, cuja cobertura foi de 4.843 municípios, ou 87% do total de municípios brasileiros, no biênio 2010-11 (BNDES, 2011: 39). Vale notar que, segundo outra fonte ligada ao banco, Machado et al. (2011: 12), a cobertura geográfica do Cartão BNDES é ainda maior:

“Segundo dados do BNDES em relação à emissão do cartão, sua abrangência atingiu 92,7% dos municípios brasileiros até outubro de 2011. Além disso, foi verificada uma preferência das firmas beneficiárias por compras de fornecedores locais, contribuindo para o desenvolvimento regional.”



#### *e. Síntese*

As ações do BNDES com vistas a ampliar o acesso dos agentes ao sistema financeiro descritas nos itens a-d acima são notáveis, mas não incluem o principal segmento de operação do banco. Neste caso, o banco não provém o acesso ao agente em si, mas viabiliza determinadas operações a partir dos projetos de investimento. É sob este prisma que continuamos nossa discussão:

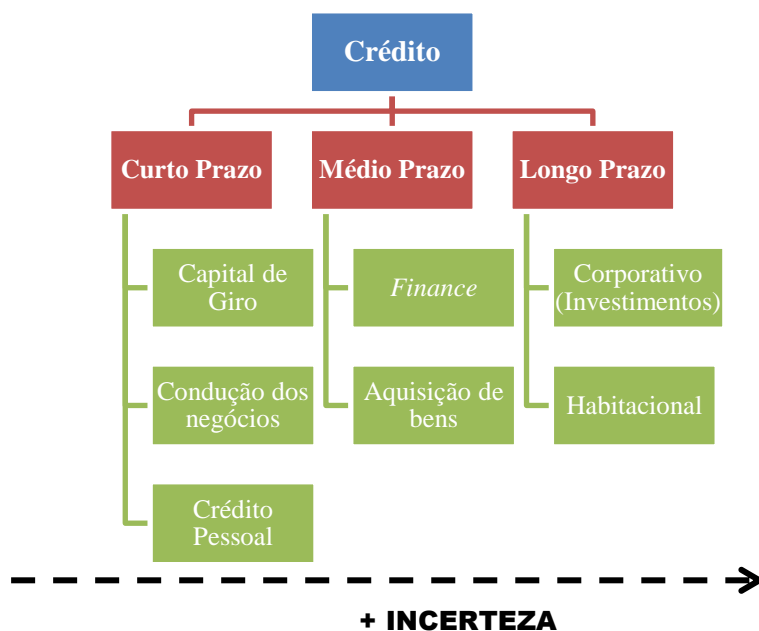
#### ***IV.1.c. Crédito de longo prazo e o *funding* dos investimentos***

O segmento do crédito não é uniforme, podendo ser dividido entre diversos subsegmentos, a partir das características fundamentais das operações. Em especial, é relevante distinguir entre os segmentos de curto, médio e longo prazo. O segmento de curto prazo está comumente associado à dinâmica operacional da economia, de condução dos negócios. O crédito de curto prazo financia, portanto e principalmente, o consumo das famílias, o consumo intermediário e o giro da produção, podendo exercer algum papel no *finance* dos investimentos. O segmento de médio prazo, por sua vez, transita entre a condução dos negócios e o financiamento do investimento efetivamente, estando ligado de forma mais direta à provisão de *finance* para os investimentos, bem como a aquisição de bens duráveis pelas famílias. Por fim, o segmento de longo prazo se encontra diretamente associado ao *funding* dos investimentos, bem como ao crédito habitacional (Figura IV.2).

O grau de incerteza que marca a dinâmica de cada subsegmento difere a partir do horizonte de tempo que cada qual tem por referência, sendo, em geral, positiva a correlação entre o grau de incerteza e o prazo das operações de crédito. Neste sentido, como já argumentamos anteriormente (Capítulo II.5-7), em função do maior grau de incerteza inerente, o segmento de longo prazo tenderia a ser preterido pelas instituições privadas,

abrindo espaço para a atuação dos bancos de desenvolvimento, como forma de viabilizar projetos de investimento necessários ao desenvolvimento econômico.

**Figura IV.2: Segmento de Crédito**



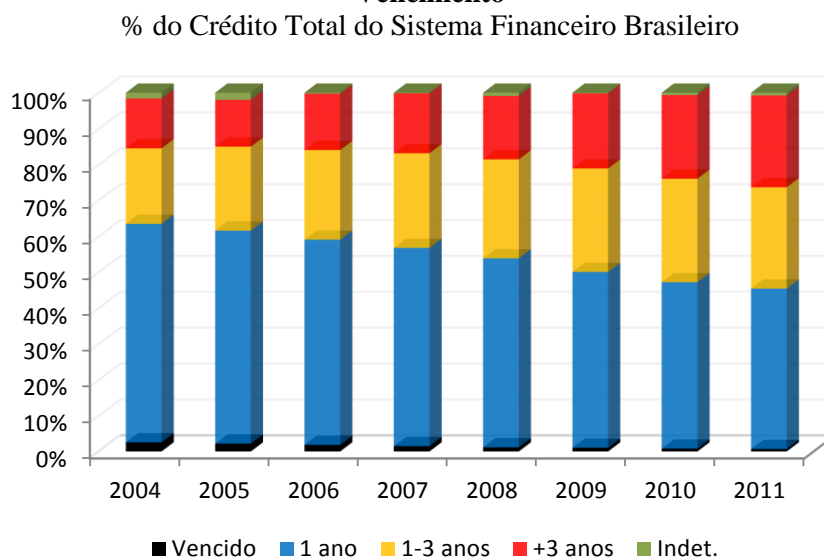
Fonte: Elaboração Própria.

De fato, esta tendência se reproduz no sistema financeiro brasileiro, que concentra a maioria de suas operações no curto prazo, cujo vencimento associado é inferior a um ano segundo metodologia do Banco Central (Gráfico IV.15)<sup>55</sup>. O médio prazo (1-3 anos), em seu turno, apresenta alguma representatividade, enquanto o longo prazo (mais de três anos) representa a menor parcela do segmento de crédito, ainda que tenha evoluído positivamente entre 2004 e 2011.

Pode-se observar uma correspondência direta entre o saldo de crédito de longo prazo e o saldo dos recursos derivados do crédito habitacional direcionado e do crédito de longo prazo (+ 3 anos) fornecido pelo BNDES. O Gráfico IV.16 mostra elevada aderência entre o comportamento das duas séries mencionadas, ainda que as mesmas não sejam estritamente comparáveis, pois advém de fontes diferentes.

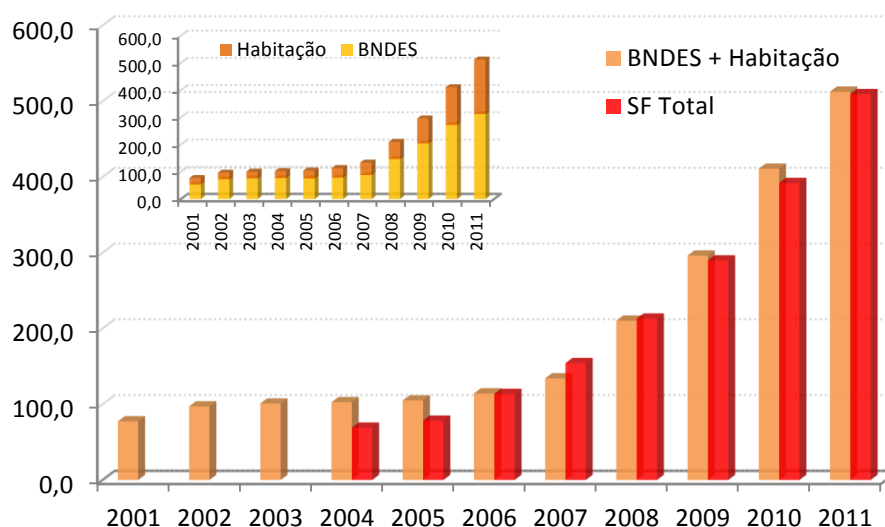
<sup>55</sup> O Sistema de Informações de Crédito (SCR) só disponibiliza estes dados a partir de 2004, limitando, infelizmente, o período de análise.

**Gráfico IV.15: Saldo das Operações de Crédito do Sistema Financeiro Brasileiro por Vencimento**



Fonte: BCB – SCR.

**Gráfico IV.16: Saldo das Operações de Crédito de Longo Prazo do Sistema Financeiro Brasileiro**  
R\$ Bilhões

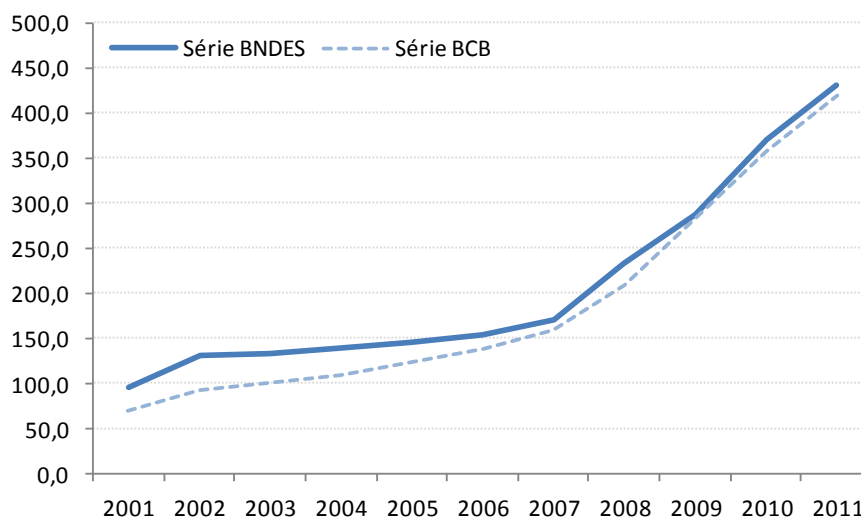


Fonte: BCB – DEPEC e SCR; BNDES. A rubrica do BNDES considera apenas operações de crédito conduzidas pelo banco com vencimento superior a três anos.

Sobre este problema metodológico, ele deriva do fato de que a série de crédito de longo prazo do BNDES foi obtida nos balanços patrimoniais do banco, enquanto as demais séries foram obtidas no sistema de séries temporais do BCB. A relação entre a série do saldo total das operações de crédito do BNDES retirada diretamente dos balanços e a série do BCB, que teoricamente contempla o mesmo dado, é bem próxima, mas, ainda assim, diferente. O

Gráfico IV.17 abaixo mostra que a série do balanço superestima o valor das operações de crédito do BNDES, especialmente entre os anos de 2001 e 2006. De 2007 para frente, no entanto, a aderência entre as duas séries é muito elevada, o que contribui para validar a análise realizada no texto.

**Gráfico IV.17: Saldo das Operações de Crédito do BNDES**



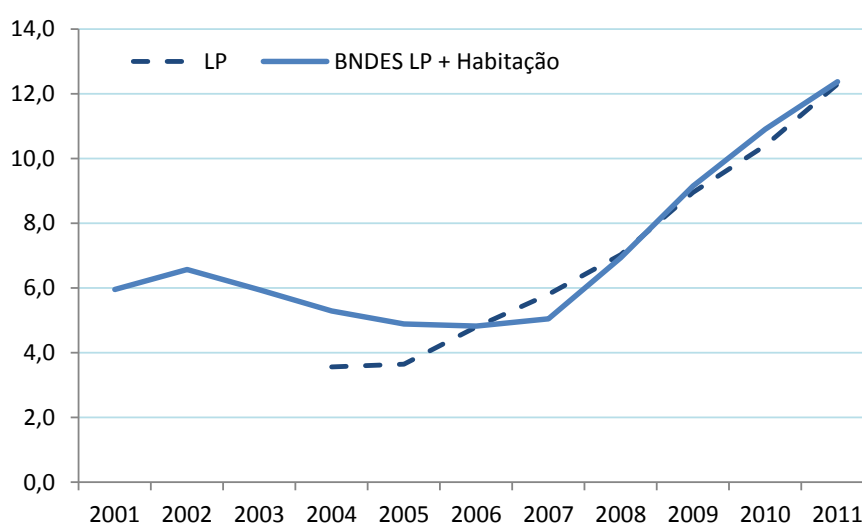
Fonte: BCB e BNDES.

Portanto, levando em conta as ressalvas metodológicas, observa-se um crescimento significativo do segmento de crédito de longo do prazo, cuja parcela em relação ao PIB salta de 3,6% em 2004 para 12,3% em 2011 – um aumento de 3,5 vezes (Gráfico IV.18). Considerando o somatório das operações de longo prazo do BNDES e o crédito habitacional, esta relação dobra entre 2001 e 2011, revelando, da mesma forma, um significativo aprofundamento deste segmento. Neste contexto, pode-se argumentar com alguma segurança que o segmento de crédito de longo prazo no país é provido, basicamente, pelo direcionamento legal de recursos à habitação e pelo BNDES.

Com efeito, o papel do BNDES no segmento de crédito de longo prazo deve ser considerado como a principal forma de atuação do banco para favorecer a ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico na última década. É importante, contudo, situar o *locus* de atuação do BNDES sobre as operações de crédito corporativo de longo prazo, já que a expansão do segmento agregado responde

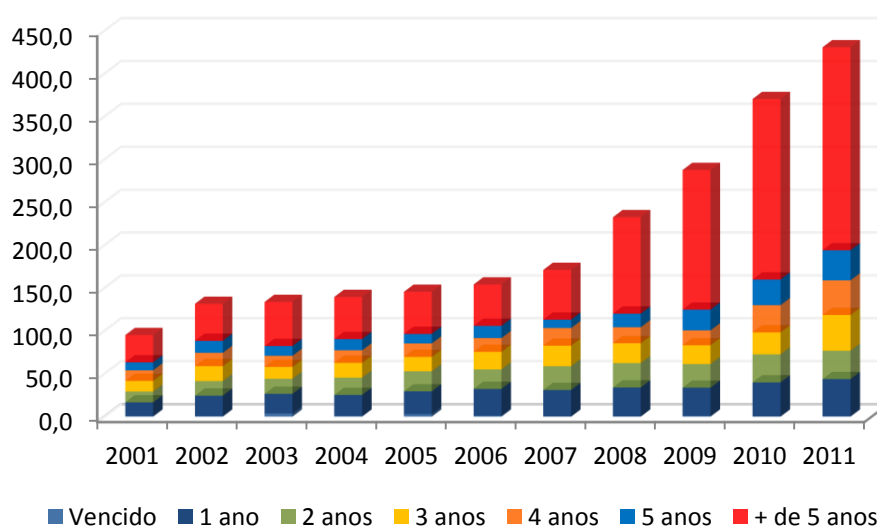
também a retomada do crédito habitacional a partir de programas governamentais fora do escopo do banco (e.g., Minha Casa Minha Vida, no caso do crédito habitacional). Neste sentido, o saldo de recursos de longo prazo (+ 3 anos) direcionados pelo BNDES às empresas saltou de R\$ 53,5 bilhões em 2001 para R\$ 312,2 bilhões em 2011, uma expansão da ordem de seis vezes ao longo do período (Gráfico IV.19).

**Gráfico IV.18: Saldo das Operações de Crédito de Longo Prazo do Sistema Financeiro Brasileiro**  
% PIB



Fonte: BCB – SCR e IBGE.

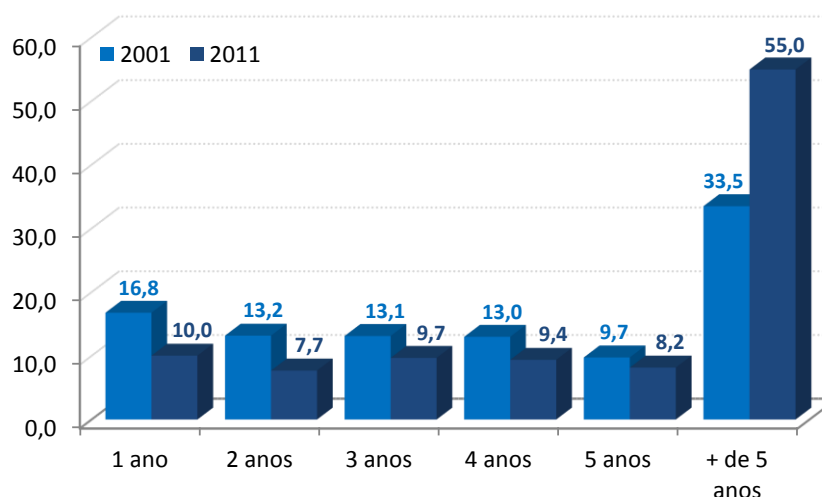
**Gráfico IV.19: Saldo das Operações de Crédito do Sistema BNDES por Vencimento**  
R\$ Bilhões



Fonte: BNDES, Relatórios Anuais.

Além disso, constata-se também um alongamento significativo dos prazos das operações deste segmento. A parcela do saldo de operações de crédito corporativo cujo vencimento é superior a cinco anos à frente saltou de 33,5% das operações totais do BNDES em 2001 para 55,0% em 2011, como contrapartida tanto da redução do peso das operações de curto/curtíssimo prazo, que caíram de 16,8% em 2001 para 10,0% em 2011, como da queda de 8,9 pontos percentuais na participação das operações cujo vencimento se daria entre um e três anos – isto é, o médio prazo do BCB (Gráfico IV.20).

**Gráfico IV.20: Saldo das Operações de Crédito do Sistema BNDES por Vencimento % do Total**

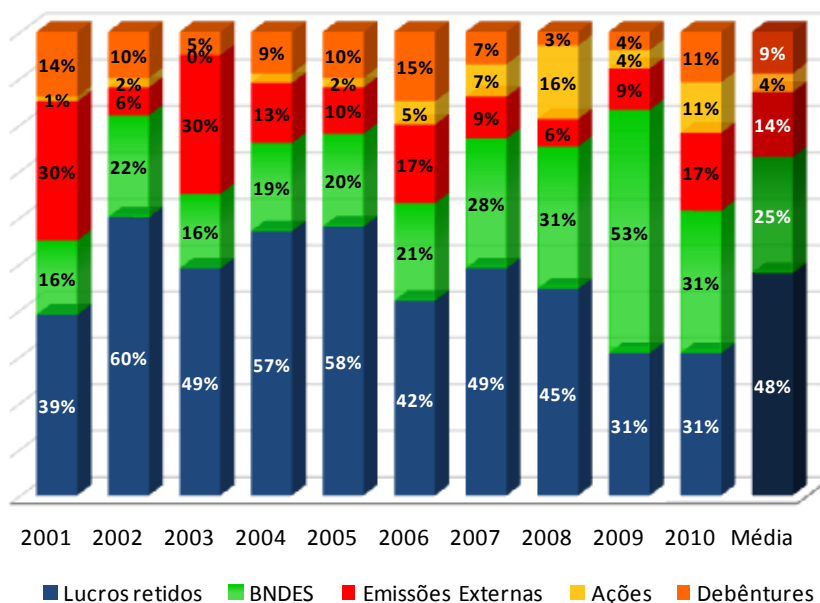


Fonte: BNDES.

A contrapartida das operações de crédito corporativo de longo prazo pode ser observada a partir da determinação do peso de cada fonte de recursos no *funding* dos investimentos conduzidos pelas empresas no período, especialmente pela indústria e em projetos de infraestrutura. Segundo a série abaixo, em média, o BNDES foi responsável por um quarto do *funding* destes investimentos, enquanto cerca da metade deste valor foi financiada com recursos próprios (lucros retidos); o outro quarto é dividido entre os recursos obtidos nos mercados de capitais nacional e estrangeiro, com maior peso do segundo. Se descontarmos o mercado externo, o peso do BNDES sobe para 30%, reforçando sua

relevância como principal fonte de recursos do sistema financeiro nacional para o financiamento do investimento (Gráfico IV.21).

**Gráfico IV.21: *Funding* dos Investimentos da Indústria e Infraestrutura**  
Participação %



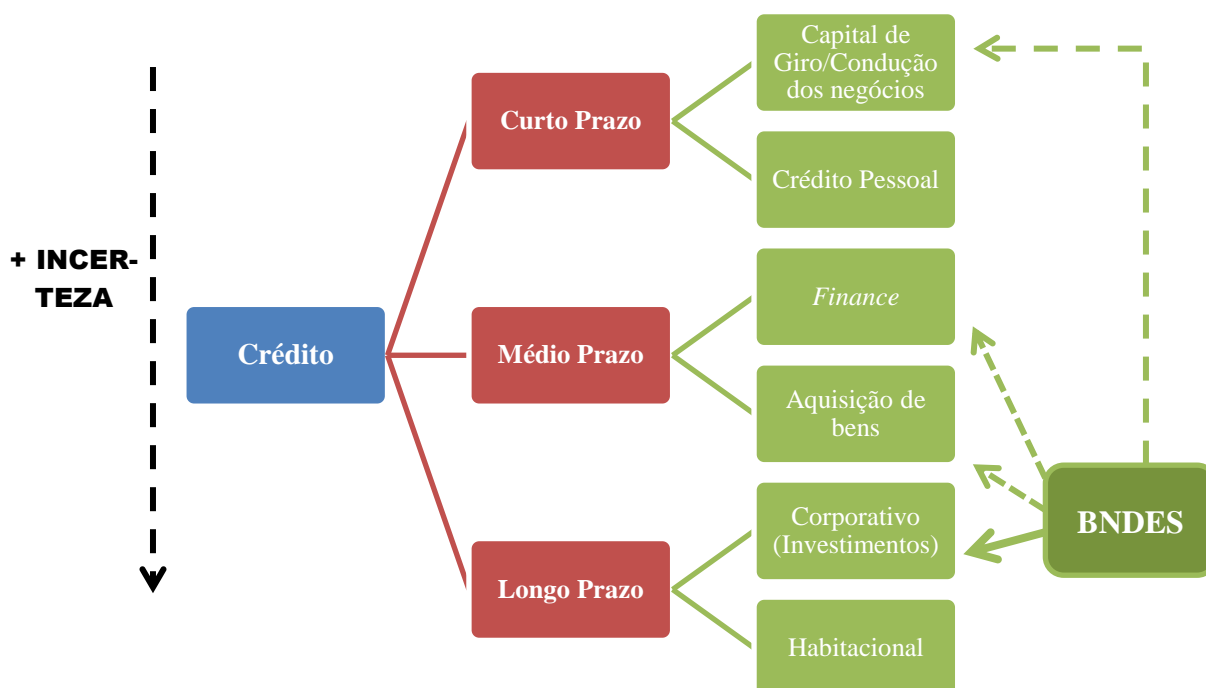
Fonte: Torres Filho e Macahyba (2012).

Por fim, remetendo à discussão sobre fragilidade financeira, vale destacar que a provisão de *funding* acaba por permitir que os fluxos de recebimento de recursos dos tomadores sejam compatibilizados com as obrigações financeiras, favorecendo, assim, a assunção de posições financeiras menos especulativas pelas empresas. Potencialmente, portanto, a provisão de *funding* pelo BNDES acaba por expor as empresas brasileiras a um menor grau de fragilidade financeira, especialmente se considerarmos o elevado custo financeiro da dívida no mercado brasileiro, constituindo um mecanismo que contribui, também por esta via, para a ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico.

#### IV.1.d. Síntese

O BNDES atua por diversos canais do segmento de crédito. Em particular, a instituição exerce uma função tipicamente anticíclica no segmento de crédito brasileiro, contribuindo também para a ampliação do acesso ao crédito, em geral, por meio da oferta de crédito a condições especiais (custo reduzido), provendo crédito à MPMEs, auxiliando as empresas com garantias e buscando uma redistribuição regional dos empréstimos. Soma-se a isso a principal função do banco, atuar no mercado de crédito corporativo de longo prazo, o que justifica seu peso no financiamento do investimento no país. Todas estas ações se inserem dentro do contexto apresentado na Figura IV.3 abaixo, que sintetiza os subsegmentos de atuação do banco.

**Figura IV.3: Atuação do BNDES nos Segmentos e Subsegmentos de Crédito no SFB**



Fonte: Elaboração Própria.

#### IV.2. Mercado de Capitais

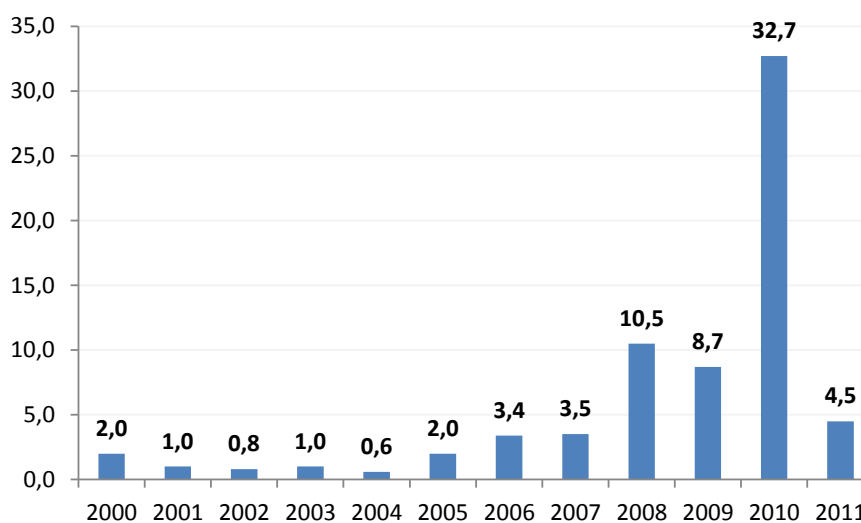
Diferente do observado no segmento de crédito, o BNDES não ocupa papel central nem essencialmente distinto do exercido pelo mercado no segmento de valores mobiliários.



Ainda traçando um paralelo com o crédito, o banco não ocupa nenhum subsegmento específico do mercado de capitais, que corresponda, por exemplo, ao seu papel no crédito corporativo de longo prazo. As atividades conduzidas pelo banco nos mercados de títulos são, assim, usuais, ainda que produtos específicos possam ter um papel relevante, por exemplo, no financiamento de empreendimentos inovadores.

O volume de recursos destinado às ações no mercado de capitais é relativamente modesto, acumulando uma média anual de R\$ 5,9 bilhões no período 2000-11 e tendo atingido a máxima de R\$ 32,7 bilhões em 2010 (Gráfico IV.22). A participação destas operações no volume global de desembolsos do BNDES é igualmente limitada: respondeu, em média, por apenas 6,3% no período analisado (Gráfico IV.23).

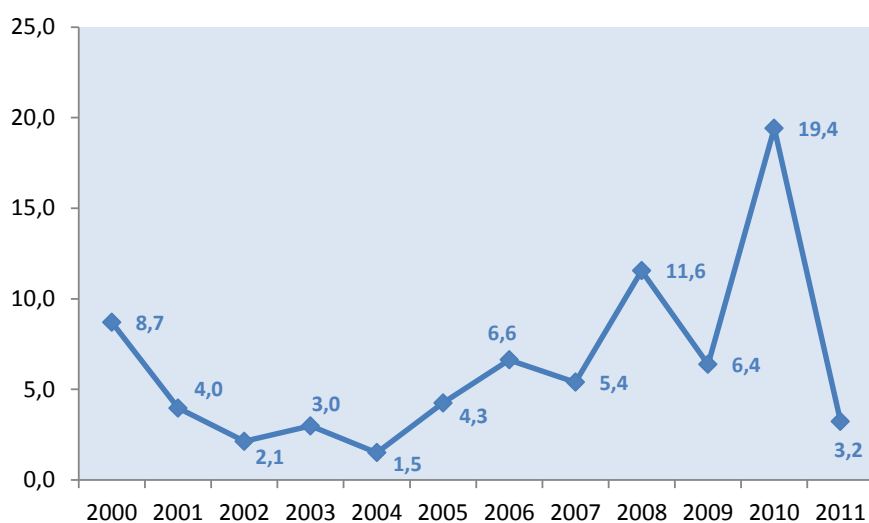
**Gráfico IV.22: Desembolsos do BNDES Mercado de Capitais**  
R\$ Bilhões (correntes)



Fonte: BNDES.

Ainda que o peso do BNDES no mercado de capitais seja limitado, as principais frentes de atuação do banco, descritas em cada subseção abaixo, se deram no sentido da ampliação do acesso das empresas ao mercado de ações – especialmente pela subscrição de ações, se possível em segmentos de destaque em termos de governança, de empresas que recebem investimentos do banco desde os estágios iniciais de operação – e, principalmente, do mercado de títulos de dívida corporativa – processo este recente que ainda está em curso.

**Gráfico IV.23: Participação dos desembolsos do BNDES para o Mercado de Capitais no Total Global**  
%



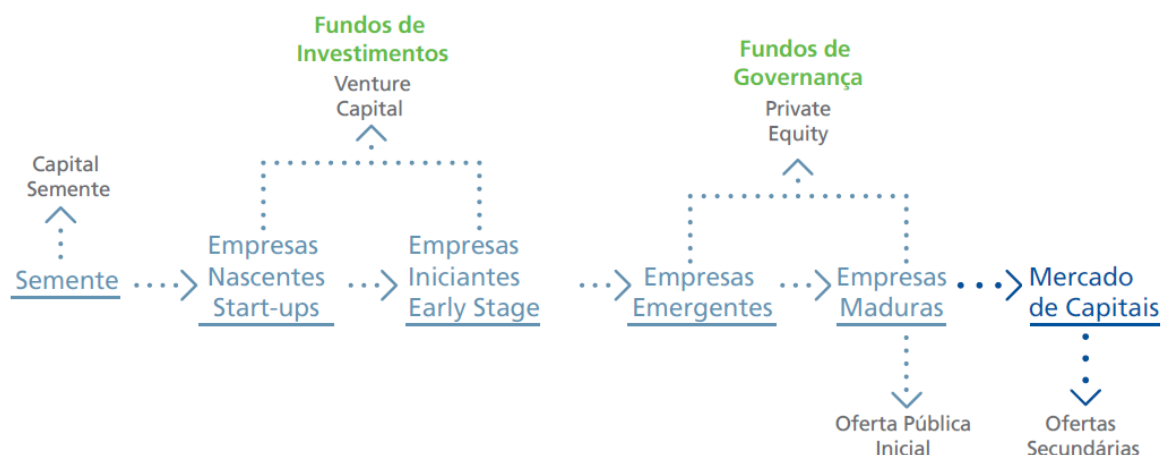
Fonte: BNDES.

#### ***IV.2.a. Equity e subscrição de ações***

Como consta nas formas de atuação do banco no segmento de valores mobiliários, o suporte do BNDES perpassa todos os estágios, por assim dizer, de crescimento de uma empresa, desde sua criação. A Figura IV.4 resume as diferentes formas de atuação do banco segundo cada estágio.

Nos estágios iniciais de operação das empresas, destaca-se a aplicação de recursos por meio de fundos de investimento específicos, criados pelo banco. Em 2006, por exemplo, foram gestados nove fundos em meio a um Programa de Participação de Fundos de Investimento (criado inicialmente em julho de 2005), incluindo: FIP - Logística Brasil (private equity), Fundo de Investimento em Participações Governança e Gestão (private equity), FIPAC – Fundo de Participação e Consolidação, CRP VI Venture, Stratus VC III, Fundo Empreendedor Brasil, Fundo Mercatto-IMA Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes, Fundo de Investimento RB Nordeste II, Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes Capital Tech.

**Figura IV.4: Formas de Atuação do BNDES no Mercado de Capitais**



Fonte: BNDES (2011: 200).

O principal caso de fundo criado pelo banco diz respeito ao Fundo Criatec, fundo mútuo de investimento em capital semente, criado em 2007. O patrimônio comprometido do Criatec é relativamente modesto, atinge a cifra de R\$ 100 milhões, dos quais R\$ 80 milhões dizem respeito ao BNDES e os R\$ 20 milhões restantes ao BNB, tendo sua fase de investimento encerrada em 2011, após a seleção de 36 empresas<sup>56, 57</sup>. Este apoio inicial é fundamental e direcionado para a expansão deste negócios, de modo que possam atingir outros estágios da cadeia acima apresentada.

Quando atingem o nível de empresas maduras, o BNDES passa atuar a partir da subscrição de valores mobiliários, visando facilitar acesso destas empresas ao mercado de capitais. Neste sentido, Gallo (2011: 5) aponta que “no período de 2004 a 2008, o [BNDES] estava presente em 51% das 110 Ofertas Públicas Iniciais de Ações (OPA-IPO), por meio de operações de crédito ou de *equity* na Bovespa.”

Destaca-se que há uma ação deliberada do banco no sentido da promoção de operações de lançamento de ações que observem padrões “elevados” de governança corporativa. Ou

<sup>56</sup> Esta iniciativa está sendo reforçada, após a abertura de editais de chamada pública para a constituição dos próximos Criatecs.

<sup>57</sup> [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Hotsites/Relatorio\\_Anual\\_2011/Capitulos/o\\_bndes\\_em\\_numeros/destaques/fundo\\_criatec.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Hotsites/Relatorio_Anual_2011/Capitulos/o_bndes_em_numeros/destaques/fundo_criatec.html)

seja, busca-se que as empresas emissoras sejam listadas ou no Novo Mercado BMF&Bovespa ou no Bovespa Mais, de modo a fortalecer as práticas de governança, estimular a liquidez do mercado de ações e contribuir, do ponto de vista da empresa, para a formação de estruturas financeiras menos expostas ao endividamento e, portanto, associadas a graus de fragilidade financeira mais brandos. Neste sentido, o banco, na condição de subscritor de valores mobiliários, atua para promover estes segmentos especiais do mercado de ações (BNDES, 2012b).

#### ***IV.2.b. Títulos de dívida corporativa e o Novo Mercado de Renda Fixa***

No período recente, o BNDES se voltou ao desenvolvimento do mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil, como uma forma de complementar suas ações no segmento de crédito, descritas na seção anterior. O banco exerceu papel ativo na criação do chamado Novo Mercado de Renda Fixa (NMRF), em abril de 2011, com participação conjunta da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e de outros órgãos do governo (Ministério da Fazenda, principalmente). Em face de um diagnóstico de expansão do investimento no período 2011-2014 e da necessidade de financiamento correspondente, a baixa liquidez e transparência do mercado de títulos de dívida corporativa privado, além de algumas práticas de indexação convencionais, foram vistas como entraves à utilização deste segmento como fonte de recursos para as empresas conduzirem tais investimentos. Daí nasce a tentativa de criar um segmento diferenciado, o NMRF, que se colocaria como uma das formas alternativas às operações de crédito do BNDES no provisionamento de recursos de longo prazo.

Os ativos negociados neste ambiente deveriam observar determinados critérios, que garantissem seu perfil de longo prazo e sua vinculação aos investimentos<sup>58</sup>, contando também

---

<sup>58</sup> As características podem se resumir a exigência de que tais títulos: atendam a um nível mínimo de pulverização; possuam baixo valor unitário, de forma a facilitar a aquisição por pessoas físicas; adotem formato-

com fundos que atuariam no sentido de garantir a liquidez, e, portanto, a demanda, dos ativos negociados no segmento (Fundo de Apoio à Liquidez e Fundo Garantidor de Liquidez), e tratamento tributário diferenciado (Anbima, 2012b).

A iniciativa constitui uma parceria com as entidades privadas neste objetivo, cada qual cumprindo determinados papéis na instituição deste segmento. Como destaca Anbima (2012b), caberia ao BNDES:

“promover o desenvolvimento do mercado local de capitais, por meio (i) da emissão e investimento em títulos de dívida com características adequadas ao financiamento de longo prazo; (ii) de promoção da negociação no mercado secundário, incluindo o estudo do aluguel de títulos privados de renda fixa para instituições que atuem como *market-makers*; (iii) da redução de sua participação em alguns financiamentos, visando que as empresas procurem completar suas necessidades de recursos emitindo papéis de dívida no mercado de capitais; e (iv) da contribuição ao Novo Mercado de Renda Fixa pela discussão da nova política de aquisição de ativos do Banco.”

Como sinalizamos anteriormente, o NMRF foi lançado oficialmente em abril de 2011, mas operações neste segmento só vieram a ocorrer em 2012. A primeira emissão realizada no âmbito do NMRF ocorreu em 15 de fevereiro deste ano, pela Cemig Geração e Transmissão, seguida diretamente por uma segunda emissão, da BNDES Participações (BNDESPar), encerrada em 27 de abril de 2012. A emissão da BNDESPar levantou R\$ 2,0 bilhões, sendo R\$ 1,3 bilhões em debêntures com vencimento em 2019. Os ativos emitidos se dividiram em três séries de debêntures, cujas características podem ser apreciadas na Tabela IV.1, incluindo uma emissão com taxa pré-fixada de vencimento superior a 4 anos, bem como uma emissão remunerada pelo índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) mais uma taxa pré-fixada, com vencimento superior a 7 anos.

---

padrão para os prospectos, com o objetivo de facilitar a análise do investidor e a comparação com outros ativos; tenham avaliação de risco (rating), com atualização anual; atendam a condições de prazo mínimo de vencimento e recompra que os caracterizem como ativos de longo prazo, para fazer jus aos benefícios, inclusive tributários, definidos para assegurar melhores condições para o financiamento de investimentos; sejam remunerados com base em taxa prefixada, índice de preço e/ou outras taxas de juros de referência a serem definidas pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas; contem com formador de mercado e pesquisa em seu primeiro ano de emissão; sejam negociados em mercado de balcão organizado e/ou bolsa, prioritariamente com direito à interferência de terceiros, garantindo critérios de negociação que assegurem transparência e competição. Para mais informações, acessar: <http://www.anbima.com.br/nmrf/>

**Tabela IV.2: Emissão do BNDES no Novo Mercado de Renda Fixa**

	Emissão BNDES NMRF					
	Série 001		Série 002		Série 003	
Nível mínimo de pulverização;	Ok		Ok		Ok	
Baixo valor unitário	R\$ 1.000,00		R\$ 1.000,00		R\$ 1.000,00	
Quantidade	409.000		302.000		1.289.000	
Formato-padrão para os prospectos	Ok		Ok		Ok	
Avaliação de risco (rating)	Aaa.br (Moody's)		Aaa.br (Moody's)		Aaa.br (Moody's)	
Condições de prazo mínimo de vencimento e recompra que os caracterizem como ativos de longo prazo	01/07/2016		01/07/2016		15/05/2019	
Remunerados com base em taxa prefixada, índice de preço e/ou outras taxas de juros de referência a serem definidas pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas;	Pré	11,169	Pós	TJ3 + 0,55%	Inflação	IPCA + 5.3999%
Contem com formador de mercado e pesquisa em seu primeiro ano de emissão	Ok		Ok		Ok	
Negociados em mercado de balcão organizado e/ou bolsa	Ok		Ok		Ok	

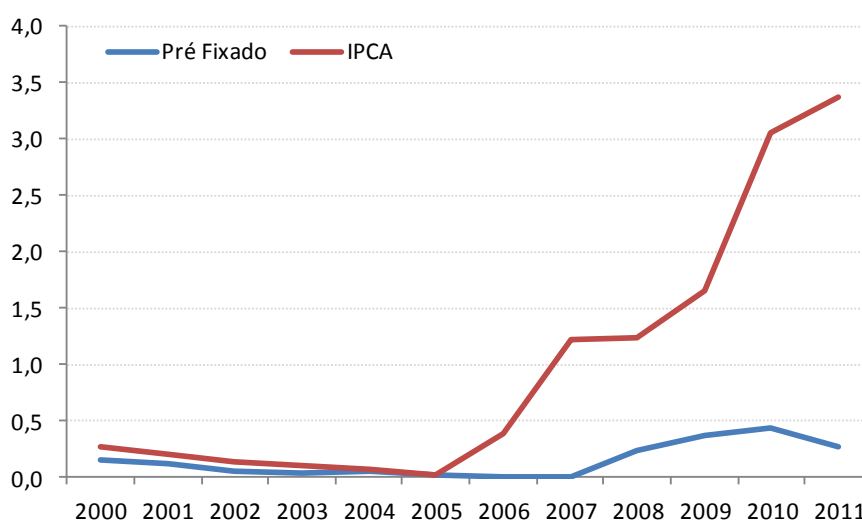
Fonte: BNDES e Portal Debêntures.

É importante ressaltar estas características a partir de dois quadros. O primeiro, relativo à estrutura de remuneração das debêntures, que, no mercado brasileiro, é fortemente concentrada em taxas de juros indexadas à taxa DI – o peso deste tipo de indexador em 2011 era de 92,8% em relação ao total. Argumenta-se, frequentemente, que esta característica contribui para um perfil curto prazista do mercado brasileiro – ao reduzir a *duration* dos títulos –, mimetizando características do mercado de títulos públicos. A outra face deste quadro é que a participação de debêntures com taxas de juros pré-fixadas é negligível, inferior a 0,5% do total, conforme ilustrado no Gráfico IV.24. O mesmo acontece com as debêntures indexadas pelo IPCA, cujo peso acompanhou o das taxas pré em boa parte do período, mas vem sendo índice cada vez mais presente nas emissões recentes, alcançando cerca de 3,5% de participação ao final de 2011.

A emissão da BNDESPar, embora tenha apresentado volume significativo, de R\$ 2 bilhões, teve impacto limitado sobre este quadro. Como ilustra o Gráfico IV.25, houve apenas uma alteração de 0,1 e 0,2 pontos percentuais do peso das debêntures remuneradas por taxas

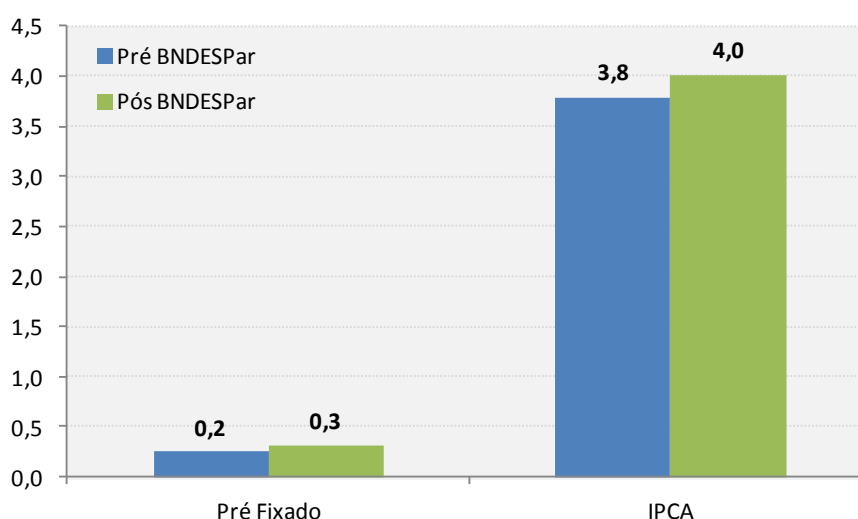
pré-fixadas e pelo IPCA, respectivamente. Contudo, acredita-se que o efeito demonstração destas emissões seja mais relevante que o efeito direto. Estas oferecem uma base para a remuneração das debêntures privadas que eventualmente venham a compor o mercado no futuro.

**Gráfico IV.24: Perfil de Remuneração das Debêntures**  
% em relação ao estoque total



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Portal de Debêntures.

**Gráfico IV.25: Perfil de Remuneração das Debêntures**  
% em relação ao estoque total



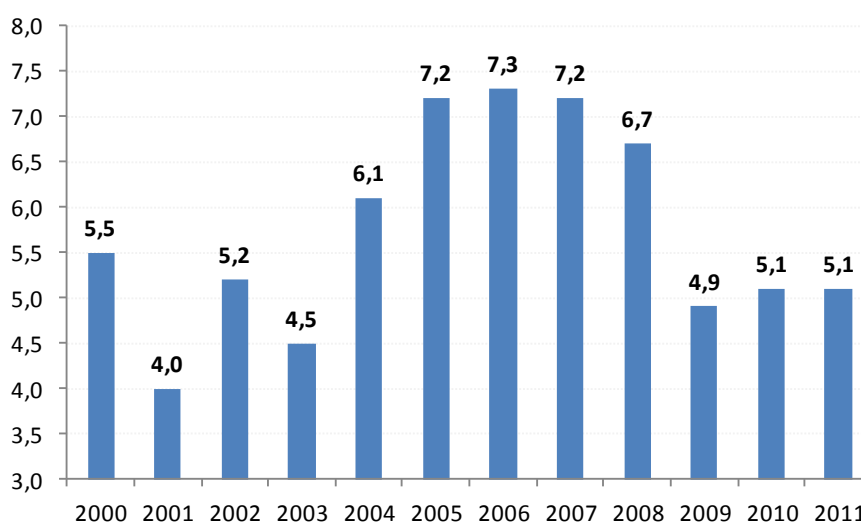
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Portal de Debêntures.

O segundo prisma pelo qual deve se observar a emissão do BNDES está relacionado ao prazo de vencimento das séries emitidas. A média do prazo de vencimento (sem

repactuação) das debêntures emitidas ao longo do período 2000-2011 ficou em 5,7 anos, média esta que caiu após a crise financeira de 2008 (Gráfico IV.26). Neste sentido, a emissão da BNDESPar se situa acima da média, mas não é um *outlier* em relação às outras emissões.

O que é importante nesta emissão, contudo, é que o papel da BNDESPar exerça um papel na criação de ativos com perfil de longo prazo, que possam ser utilizados como *benchmark* para o setor privado na ocasião de suas emissões no mercado de capitais.

**Gráfico IV.26: Prazo Médio das Debêntures Emitidas**  
Anos



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Portal de Debêntures.

Além disso, e para reforçar esta primeira ação, o BNDES destaca em seu Relatório Anual de 2011 que:

“O Banco também promoveu alterações no Programa de Aquisição de Debêntures em ofertas públicas, priorizando emissões com características compatíveis com o desenvolvimento de mercado (como a presença de formadores de mercado) e vedando a inclusão de papéis cuja remuneração seja totalmente indexada à taxa de depósito interbancário DI.” (BNDES, 2011: 121).

Dessa forma, ao atuar também na ponta compradora, o banco complementa suas ações na criação de uma estrutura de mercado com a garantia de demanda para os papéis que eventualmente vierem a ser emitidos nestas novas condições.



#### ***IV.2.c. Síntese***

Embora ainda incipientes em relação às ações conduzidas em meio ao mercado de crédito, as formas de atuação do BNDES no mercado de capitais vem ganhando cada vez mais atenção no período recente. Esta reorientação busca promover o acesso das empresas ao mercado de capitais, ficando a cargo do banco a assunção de um papel mais explícito de *market-maker* deste segmento – em especial do segmento de títulos de dívida corporativa –, servindo não apenas como um emissor *benchmark* deste mercado (IMF, 2012a e 2012b).

#### **IV.3. Conclusão**

O presente capítulo buscou descrever e analisar as principais formas de atuação do BNDES no sentido da ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico. Verificamos diversas formas de atuação, contemplando: o papel anticíclico exercido pelo banco no mercado de crédito, as diversas ações que favoreceram o acesso dos agentes ao crédito no país – como a redução dos custos financeiros dos empréstimos, o direcionamento de recursos para micro, pequenas e médias empresas, a provisão de garantias e a redistribuição regional do crédito –, a operação do segmento de crédito corporativo de longo prazo no Brasil, além das ações vinculadas ao mercado de capitais, como a promoção dos mercados de ações e debêntures e a criação do Novo Mercado de Renda Fixa (Figura IV.5).

Há que se ressaltar que as formas de atuação descritas ao longo deste capítulo não esgotam as atividades conduzidas pelo BNDES ao longo do período analisado. A análise aqui conduzida apresenta mais um cardápio selecionado do que um amplo espectro de ações do banco. O recorte escolhido, contudo, não nos impede de constatar a relevância do BNDES para a ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro no período. Pelo contrário, todas as ações descritas apontam para o fato de que o BNDES contribuiu

efetivamente para que esta funcionalidade ao desenvolvimento econômico se ampliasse ao longo do período 2000-11.

**Figura IV.5: Síntese da atuação do BNDES no sistema financeiro brasileiro**

Funções	Segmentos	Ativos e instrumentos	Ampliação do acesso
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Papel anticíclico</li> <li>• Ampliação do acesso</li> <li>• Crédito de longo prazo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crédito corporativo de longo prazo</li> <li>• Novo Mercado de Renda Fixa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cartão BNDES</li> <li>• Fundo Criatec</li> <li>• Debêntures BNDESPar NMRF</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Baixo custo do crédito</li> <li>• MPMEs</li> <li>• Cartão BNDES</li> <li>• Garantias</li> <li>• FGI</li> <li>• FGE</li> <li>• Redistribuição regional do crédito</li> <li>• Subscrição de valores mobiliários</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria.

## **CAPÍTULO V. O PAPEL DO BNB NA AMPLIAÇÃO DA FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO AO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO ENTRE 2000 E 2011**

O Banco do Nordeste do Brasil (BNB) foi criado em 1952 com a missão de fomentar o desenvolvimento da região Nordeste, freqüentemente prejudicada pelas secas, por meio de sua função como organismo financeiro, dada a escassez de recursos estáveis destinados a tal região. Em conjunto à criação do banco, foi criado o Escritório Técnico de Estudos Econômicos do Nordeste (ETENE) visando auxiliar o BNB por meio da realização de pesquisas e estudos globais, setoriais, conjunturais, de cenários e de oportunidades de investimento no Nordeste, bem como identificar restrições e oportunidades para a atuação do banco.

A partir de 1988, o banco passou a ser constituído como instituição financeira múltipla, organizado sob a forma de sociedade de economia mista, tendo, em 2011, 94,2% do seu capital em controle da União Federal – sendo os 5,8% restantes divididos entre o Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), com 4,4%, a BNDESPar, com 0,5%, e o mercado, de modo geral, com 0,9%. Ainda neste ano, atribuiu-se ao banco a operação do Fundo Constitucional do Nordeste (FNE), de modo a garantir de forma perene o *funding* e a viabilização dos objetivos da instituição, que, tais como definidos em sua missão, abarcariam “atuar, na capacidade de instituição financeira pública, como agente catalisador do desenvolvimento sustentável do Nordeste, integrando-o na dinâmica da economia nacional” (BNB, 2009).

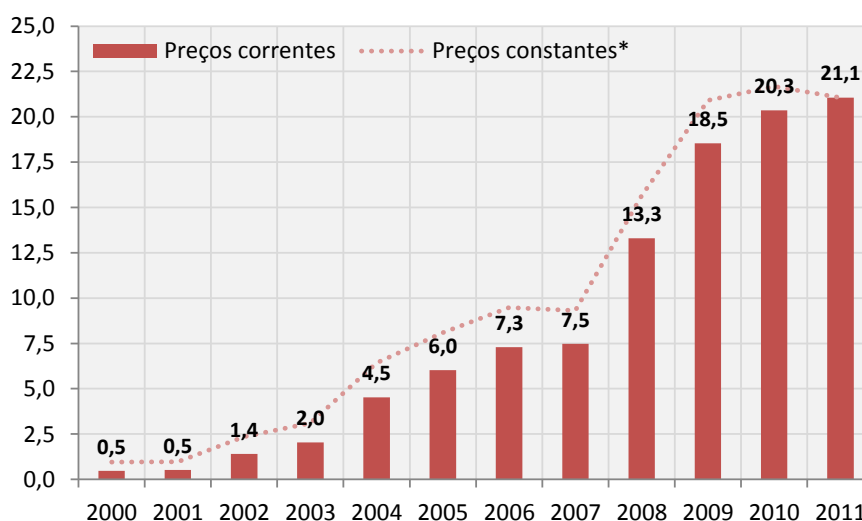
O BNB se ocupou num primeiro momento do financiamento do investimento em agricultura, para depois expandir suas áreas de atuação para a indústria e ao financiamento local de micro e pequenas empresas. Além disso, na qualidade de banco comercial, o BNB instaurou uma ampla rede de agências e agentes nos estados nordestinos, facilitando, como

veremos adiante, o acesso tanto de empresas como pessoas físicas a seus serviços. Estas formas de atuação e os instrumentos empregados pelo BNB com vistas a ampliar a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro, principalmente, o nordestino, para o desenvolvimento econômico serão descritos nas próximas seções.

## V.1. Crédito

Como propusemos anteriormente, o segmento de crédito é naturalmente o *locus* central de atuação dos bancos de desenvolvimento, não sendo o BNB exceção. As contratações de crédito no o BNB acumularam a cifra de R\$ 103,0 bilhões no período entre 2000 e 2011 (Gráfico V.1), ou, em média, R\$ 8,6 bilhões por ano. O crescimento das operações do banco no período foi colossal: partiu-se de um patamar de R\$ 472,2 milhões em 2000 para um 45 vezes superior, de R\$ 21,1 bilhões, em valores correntes, em 2011 – a preços constantes esta relação é de 22 vezes.

**Gráfico V.1: Contratações de Operações de Crédito BNB**  
R\$ Bilhões

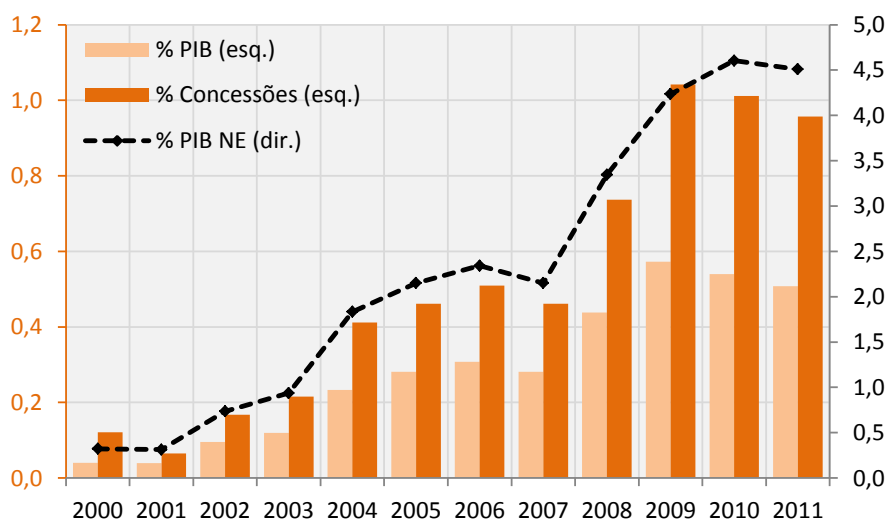


Fonte: Elaboração própria a partir de demonstrações contábeis, relatórios anuais e apresentações da alta cúpula do BNB. \*Valores atualizados para preços de 2011 com referência no IPCA.

Traçando um paralelo com a análise conduzida para o BNDES no capítulo anterior, os valores das contratações do BNB são bem modestos em relação ao PIB nacional, uma média

de 0,3% no período 2000-11, e ao total de concessões de crédito com recursos livres, média de 0,5%. No ano de 2009 estes indicadores atingem seus picos, de 0,6% e 1,0%, respectivamente (Gráfico V.2). Considerando o caráter regional do escopo de atuação do banco, ao comparar as contratações com o PIB apenas do Nordeste, esta relação se mantém modesta, mas gira em torno de valores superiores: 2,5% ao longo de todo o período e acima de 4,0% no último triênio.

**Gráfico V.2: Contratações de Operações de Crédito BNB**  
% do PIB, do PIB NE\* e Concessões



Fonte: IBGE e elaboração própria a partir de demonstrações contábeis, Relatórios Anuais e apresentações da alta cúpula do BNB. \*Projeções de PIB do Nordeste para os anos de 2010 e 2011 feitas pelo BNB.

Tal como no caso do BNDES, estes números se alteram quando passamos a considerar o estoque de crédito ao invés dos fluxos, mas esta relação ganhará maior atenção na discussão sobre o papel do BNB na integração do Nordeste ao segmento de crédito brasileiro. Esta abre a análise das formas de atuação do banco neste segmento, para depois darmos destaque ao papel do BNB na provisão de crédito de longo prazo na região. O foco no crédito rural fecha as ações no segmento de crédito propriamente dito, embora se possa argumentar que o microcrédito também estaria sob este guarda-chuva – optamos, contudo, por dedicar não uma subseção mas uma seção inteira a este tema.

Antes, contudo, cabe destacar que para sustentar sua operação efetiva no segmento de crédito da região Nordeste o BNB emprega uma ampla gama de instrumentos financeiros. Em sua maioria, consistem em operações de crédito tradicionais, desenhadas com objetivos específicos, aos quais são associadas condições diferenciadas de financiamento, em linha com o papel de banco de desenvolvimento da instituição. O Quadro IV.1 resume os principais instrumentos ou produtos financeiros do BNB.

**Quadro V.1: Produtos do BNB**

<b>Produto</b>	<b>Característica/Objeto de Financiamento</b>
<b>FNE Agrin</b>	Implantação, expansão, modernização, reforma e realocização de empreendimentos agroindustriais
<b>FNE Aquipesca</b>	Investimentos* em aquicultura e pesca
<b>FNE Profrota Pesqueira</b>	Construção, aquisição, reforma e modernização de embarcações pesqueiras destinadas à pesca oceânica
<b>FNE Comércio e Serviços</b>	Investimentos* conduzidos por agentes econômicos dos setores de comércio e serviços
<b>FNE MPE</b>	Investimentos* conduzidos por micro e pequenas empresas (MPEs)
<b>FNE EI</b>	Investimentos, tais como aquisição de móveis, utensílios, máquinas e equipamentos e construção/reforma de instalações físicas, destinados à atividade dos empreendedores individuais (EIs)
<b>FNE Industrial</b>	Investimentos* conduzidos por agentes econômicos do setor industrial
<b>FNE Inovação</b>	Empreendimentos inovadores, tanto na ampliação da sua capacidade de desenvolver inovações, quanto na incorporação de tecnologias já disponíveis para o aprimoramento significativo de produtos, serviços e/ou processos, bem como a implantação, expansão, modernização, reforma e realocização de empresas desenvolvedoras de software e prestadoras de serviços de tecnologia da informação e comunicação (TIC), contemplando: investimentos em transferência e absorção de tecnologias; desenvolvimento de software; prestação de serviços de tecnologia da informação e comunicação (TIC); pesquisa, desenvolvimento e inovação (P,D & I); avaliação e certificação; treinamento, consultoria e outros serviços especializados; propriedade intelectual; marketing; infraestrutura e apoio; gastos com investimentos, assim como o custeio a eles vinculado ou não, relativos às explorações agropecuárias objetos de programas de difusão tecnológica
<b>NExport</b>	Financiamento da atividade exportadora, em seus diversos estágios
<b>FNE Proatur</b>	Investimentos* relativos à cadeia produtiva do turismo
<b>FNE Proinfra</b>	Investimentos* em infraestrutura, incluindo: geração e distribuição de energia oriunda de fontes convencionais, somente para consumo próprio do empreendimento; obras de expansão da rede de distribuição de energia elétrica, somente para consumo próprio do empreendimento; oferta de água de boa qualidade para uso múltiplo (consumo urbano, rural, turístico, ecológico, geração de energia, irrigação etc.); infraestrutura de transportes e logística, ou seja, a construção e manutenção de ruas, avenidas, viadutos, rodovias, metrô, ferrovias, portos e aeroportos, visando ao escoamento da produção e/ou ao transporte de passageiros; saneamento básico, inclusive estudos, projetos e tecnologias de gerenciamento, para o aumento das áreas de cobertura dos sistemas de abastecimento d'água e de esgotamento sanitário; sistemas telefônicos fixos ou móveis em comunidades; exploração do gás natural; etc.
<b>FINAGRO</b>	Aquisição de insumos e matérias-primas de origem agropecuária.
<b>Planta Nordeste</b>	Custeio de lavouras periódicas, extração de produtos vegetais e custeio pecuário,

	na modalidade de crédito rotativo, com renovação automática, desde que atendidas pelo mutuário as condições normativas do programa para renovação automática do crédito
<b>Proengorda</b>	A aquisição isolada de animais bovinos para recria e engorda a pasto ou para engorda a pasto, desde que o proponente disponha de estrutura adequada e suficiente em termos de suporte forrageiro, aguadas e instalações
<b>FNE Rural</b>	A implantação, expansão, diversificação e modernização de empreendimentos agropecuários, à exceção daqueles que envolvam irrigação e drenagem, contemplando: investimentos, custeio agrícola e pecuário, inclusive retenção de crias bovinas; beneficiamento e comercialização de produtos agropecuários
<b>FNE Verde</b>	Investimentos* para o desenvolvimento de empreendimentos e atividades econômicas que propiciem ou estimulem a preservação, conservação, controle e/ou recuperação do meio ambiente, com foco na sustentabilidade e competitividade das empresas e cadeias produtivas; e/ou promovam a regularização e recuperação de áreas de reserva legal e de preservação permanente degradadas
<b>FNE Seca</b>	Investimentos, preferencialmente aqueles que possam contribuir para convivência sustentável do produtor rural ou do empreendedor com os períodos de seca ou estiagem; e custeio ou capital de giro, isolado ou associado ao investimento

Fonte: BNB. \*Por investimentos, entende-se: Implantação, ampliação, modernização e reforma de empreendimentos, inclusive aqueles vinculados á economia da cultura, contemplando: investimentos, capital de giro associado ao investimento, aquisição isolada de bens, com o fim de formação de estoques para vendas, e aquisição de mercadorias destinadas à exportação. O BNB também oferta linhas com recursos indiretos do BNDES, mas excluímos desta amostra estas linhas.

Acessar:

[http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/produtos\\_e\\_servicos/os\\_programas/gerados/lista\\_completa.asp](http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/produtos_e_servicos/os_programas/gerados/lista_completa.asp)

De um modo geral, este conjunto de produtos financeiros se justifica a partir de uma lógica regional, i.e., são moldados de acordo com as necessidades específicas da região Nordeste, o que confere certa singularidade a alguns deles (e.g., FNE Seca). Tendo voltado a este ponto, passamos a analisa-lo na subseção que segue:

### ***V.1.a. Integrando o Nordeste no segmento de crédito***

A constituição e vocação regional do BNB surgem como formas de compensação da exclusão financeira, que se manifesta também a nível regional, como já adiantamos no capítulo anterior. Diversos autores afirmam que as condições de subdesenvolvimento financeiro e o racionamento de liquidez, especialmente no mercado de crédito, são válidas não apenas no agregado, mas também, e principalmente, a nível regional (Crocco et al., 2003; Dow e Fuentes, 2006; Alessandrini et al., 2006; Crocco et al., 2009; Jayme Jr. e Crocco, 2010). Esta é resultado da associação de diferentes graus de percepção da incerteza de acordo

com as regiões geográficas dos agentes que buscam acessar o sistema financeiro (Crocco e Jayme Jr., 2006). Como, por exemplo, Crocco et al. (2009: 9) destacam:

“os agentes (bancos, empresários e o público) nas regiões periféricas demonstram grande preferência pela liquidez. As razões para isso seriam o alto risco de perda de capital para os bancos, relacionada ao padrão de risco de empréstimos; uma mudança na eficiência marginal do investimento para as firmas as quais são afetadas pela menor disponibilidade de empréstimos e altas taxas de juros bancárias; incerteza sobre os rendimentos do público, que são associados à volatilidade da economia. O resultado é que os bancos nacionais podem emprestar menos moeda para a periferia, dada a sua estrutura econômica e o controle indireto sobre suas filiais.”

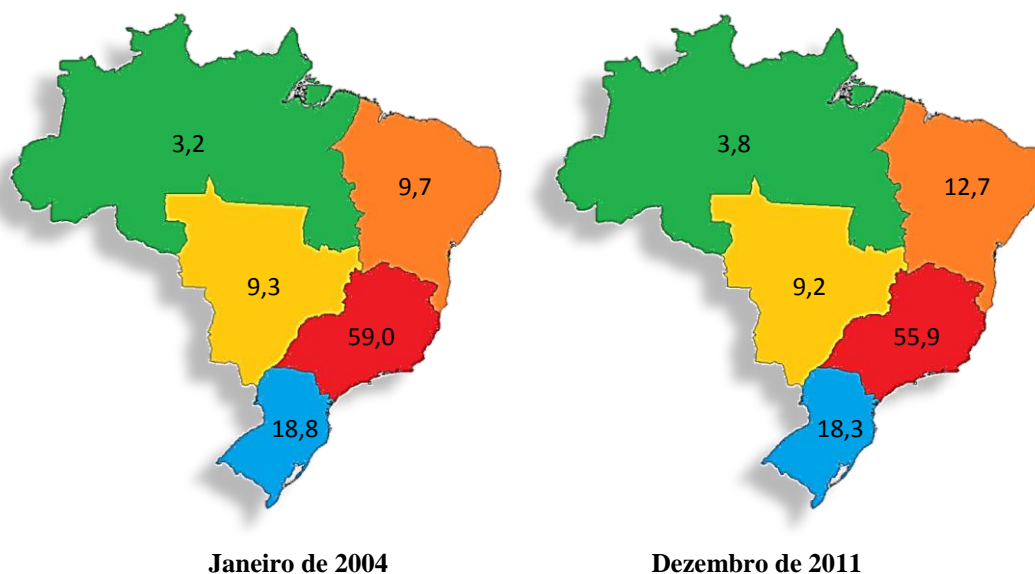
De fato, pode-se associar às regiões chamadas de periféricas maior grau de incerteza, levando em conta que estas regiões não estão no centro da dinâmica de crescimento da economia. Neste sentido, as condições de acesso ao sistema financeiro de determinadas regiões são subsumidas à lógica financeira privada e a exclusão financeira se manifesta.

Como já vimos anteriormente, pode-se afirmar que a funcionalidade do sistema financeiro só é significativa se as empresas, famílias e indivíduos efetivamente tiverem acesso aos produtos, ativos e serviços deste sistema. Portanto, a proposta de atuação regional do BNB em si já se configura como uma ação de inclusão e ampliação do acesso ao sistema financeiro brasileiro implementada pelo banco, que se coloca não somente a partir da concessão de crédito, mas também a partir da viabilização do acesso aos serviços financeiros típicos pela população nela residente.

O Brasil apresenta de fato um padrão de distribuição regional de crédito concentrado, onde determinadas regiões são preteridas (Gráfico V.3). Observa-se que ao início de 2004 (primeiro dado disponível) o Sudeste concentrava cerca de 60% das operações de crédito enquanto o Sul ficava com 20% da fatia de crédito nacional. Norte, Centro Oeste e Nordeste, por sua vez, ficavam com os 20% restantes, a despeito de apresentarem a maior área do território brasileiro (cerca de 80%).



**Gráfico V.3: Distribuição Regional do Crédito no Brasil**  
Participação % de cada Região



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do BCB.

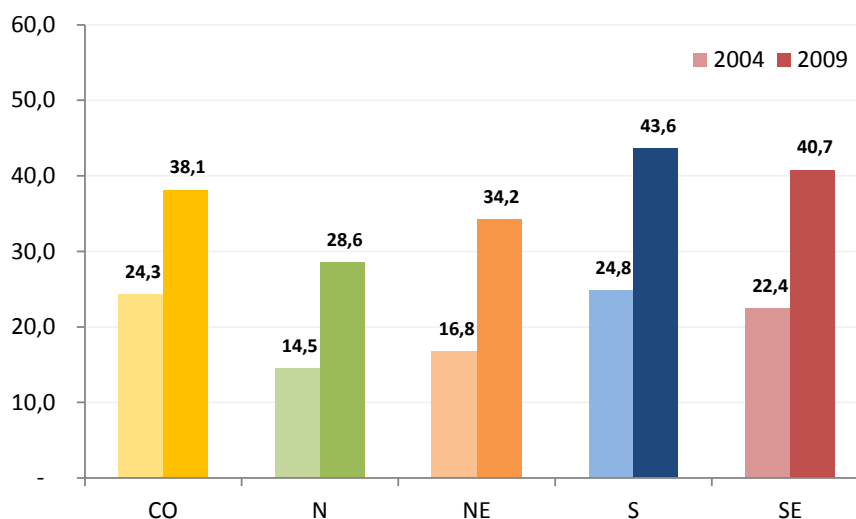
Este padrão se reproduz também a partir da participação do crédito no PIB de cada região, ilustrado no Gráfico V.4. Neste caso, Norte e Nordeste apresentavam em 2004 os menores valores do indicador crédito/PIB, da ordem de 15%, enquanto Centro Oeste, Sudeste e Sul ficavam com indicadores próximos ao patamar de 25% do crédito regional. Este padrão se manteve mesmo em 2009 (último dado oficial de PIB regional, disponibilizado pelo IBGE), havendo uma difundida ampliação desta relação entre os dois anos analisados. O Nordeste, vale destacar, liderou a expansão deste indicador, refletindo a maior velocidade de crescimento destas operações nesta região relativamente ao agregado do país (Gráfico V.5).

O BNB, em sua qualidade de banco de desenvolvimento regional, obviamente, possui participação neste processo de expansão do crédito no Nordeste, mas não se pode atribuir unicamente ao banco este resultado. De fato, os saldos de crédito do BNB representaram, em média, 29,7% do saldo total de crédito destinado ao Nordeste entre 2004 e 2011. A parcela, contudo, é cadente e ficou num patamar inferior a 20% em 2011, refletindo a larga expansão do crédito avançado por outras instituições para a região (Gráfico V.6). Como mostram Inhudes et al. (2010), este resultado deriva essencialmente da atuação de outros bancos

públicos (BB, CEF, e mesmo o próprio BNDES), mas, contudo, estes – à exceção do BNDES – concentraram suas operações na concessão de crédito às pessoas físicas. A retração da participação do BNB no dado agregado no período pós-crise é assim justificada, mas sem que isto representasse uma diminuição de sua importância para o financiamento na região. Em especial, o banco continua ocupando um nicho relevante, o de crédito de longo prazo, para o qual voltaremos atenção na próxima subseção.

**Gráfico V.4: Relação Crédito/PIB**

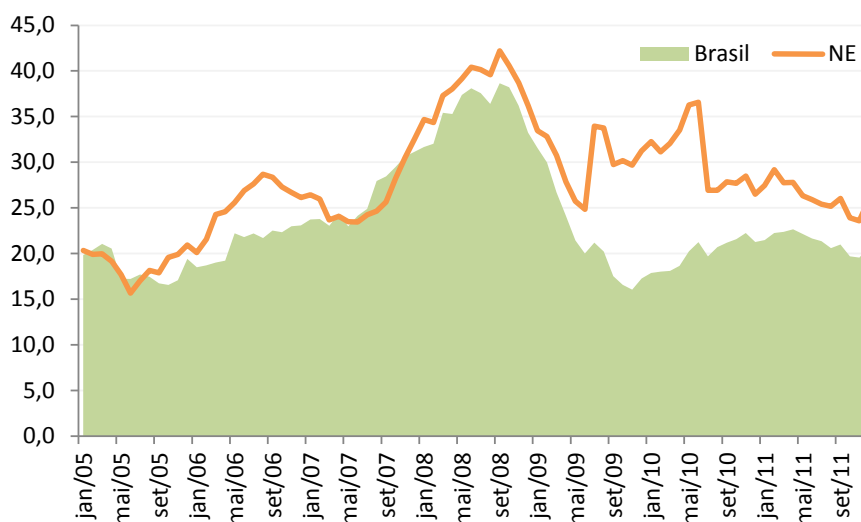
Participação dos saldos de crédito no PIB de cada Região (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e IBGE. O ano de 2009 é o último disponibilizado na série histórica oficial do IBGE.

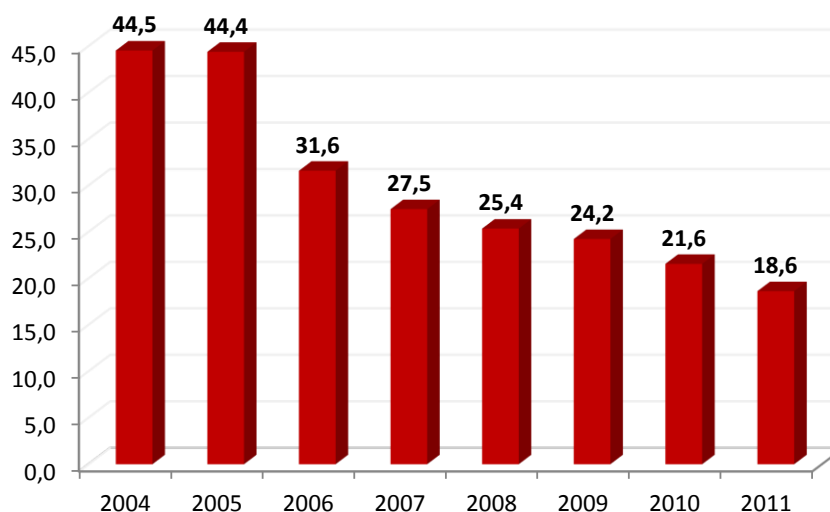
**Gráfico V.5: Saldo das Operações de Crédito no NE e Brasil**

Varição % em 12 meses



Fonte: BCB.

**Gráfico V.6: Saldo das Operações de Crédito BNB Consolidado**  
% do Crédito do Nordeste



Fonte: BCB e elaboração própria a partir de demonstrações contábeis, Relatórios Anuais e apresentações da alta cúpula do BNB. BNB Consolidado = BNB + FNE, com ajustes.

### ***V.1.b. Crédito de longo prazo no Nordeste***

As contratações de crédito de longo prazo pelo BNB se aceleraram de forma sustentada e substancial ao longo da década (2002-11). A cifra contratada atingiu R\$ 11,9 bilhões em 2011, apresentando uma variação de notáveis 961,4% na comparação ponta a ponta (Tabela V.1). Em termos de taxas médias de variação anual, nominal e real, os valores foram de 46,7% e 38,1%, respectivamente. Para se estabelecer uma base comparativa, as concessões de crédito com recursos livres do sistema financeiro brasileiro cresceram em média, no mesmo período, 11,4% a.a. em termos nominais e 5,2% em termos reais, enquanto os desembolsos do BNDES se expandiram a uma média, nominal e real, respectivamente, de 17,1% e 10,8%.

As concessões de longo prazo representaram a maior parte das contratações do BNB: 64,2%, em média, chegando a atingir 79,4 em 2004. Em 2011, tal parcela ficou em 56,4%, como reflexo de uma reorientação das ações do banco para determinados programas e instrumentos: a parcela de curto prazo se fez relevante a partir do peso que o BNB atribuiu a seus programas de microcrédito, que conduzem operações com prazos menores de maturação.

**Tabela V.1: Contratações de Operações de Crédito BNB por prazo**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>R\$ milhões</i>										
LP	670,1	1.274,1	3.598,2	4.276,7	5.223,4	4.989,4	9.034,8	11.352,5	11.750,3	11.868,5
CP	738,7	760,1	932,5	1.754,2	2.065,0	2.489,6	4.257,2	7.187,2	8.598,7	9.185,5
Total	1.408,8	2.034,2	4.530,7	6.030,9	7.288,40	7.479,0	13.292,0	18.539,7	20.349,0	21.054,0
<i>R\$ milhões de 2011 (IPCA)</i>										
LP	1.118,2	1.945,2	5.105,3	5.741,4	6.798,7	6.217,0	10.630,3	12.805,2	12.514,5	11.868,5
CP	1.232,7	1.160,5	1.323,1	2.355,0	2.687,8	3.102,2	5.009,0	8.106,9	9.157,9	9.185,5
Total	2.350,9	3.105,6	6.428,4	8.096,4	9.486,5	9.319,2	15.639,3	20.912,1	21.672,4	21.054,0
<i>Participação %</i>										
LP	47,6	62,6	79,4	70,9	71,7	66,7	68,0	61,2	57,7	56,4
CP	52,4	37,4	20,6	29,1	28,3	33,3	32,0	38,8	42,3	43,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Crescimento nominal % a.a.</i>										
LP	n.d.	90,1	182,4	18,9	22,1	-4,5	81,1	25,7	3,5	1,0
CP	n.d.	2,9	22,7	88,1	17,7	20,6	71,0	68,8	19,6	6,8
Total	n.d.	44,4	122,7	33,1	20,9	2,6	77,7	39,5	9,8	3,5
<i>Crescimento real % a.a.</i>										
LP	n.d.	74,0	162,5	12,5	18,4	-8,6	71,0	20,5	-2,3	-5,2
CP	n.d.	-5,9	14,0	78,0	14,1	15,4	61,5	61,8	13,0	0,3
Total	n.d.	32,1	107,0	25,9	17,2	-1,8	67,8	33,7	3,6	-2,9

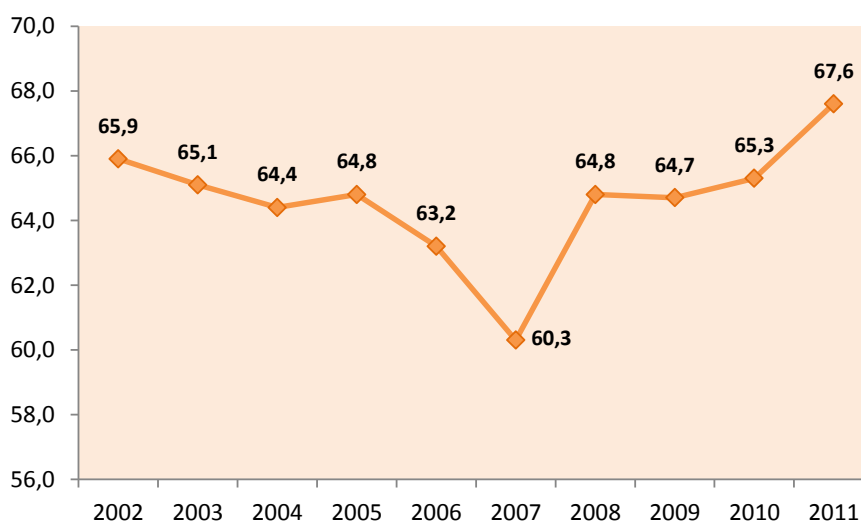
Fonte: Elaboração própria a partir de demonstrações contábeis, Relatórios Anuais e apresentações da alta cúpula do BNB.

A contrapartida destas contratações no estoque de crédito é notável, especialmente se considerarmos o estoque de crédito de longo prazo na região Nordeste. O Gráfico V.7 ilustra que a relevância do BNB neste segmento se elevou na comparação ponta a ponta, 2002 a 2011, e flutuou dentro do intervalo 60-70% ao longo de todo o período analisado. Em especial, há uma retomada desta participação em meio à crise financeira – e com a implementação de diversos investimentos na região, no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) –, e este indicador salta 7,3 p.p. entre 2007 e 2011, atingindo 67,6% neste último ano. Os restantes 40-30% dos créditos de longo prazo no Nordeste ficam a cargo de outros bancos públicos e, principalmente, o próprio BNDES.

É importante ressaltar que o escopo de atuação do BNB no mercado de crédito de longo prazo não se limita ao crédito corporativo, tal como entendido de modo geral no Capítulo IV, i.e., crédito às empresas. O BNB, diferentemente do BNDES, segmenta seus clientes segundo macrosegmentos próprios, que abarcam os chamados *agentes econômicos*,

*agentes institucionais e pessoas físicas*. O macrosegmento onde o banco concentra suas operações é o primeiro, que engloba não somente empresas, mas também: associações/cooperativas, produtores rurais (agricultor familiar, miniprodutor e produtores pessoa física de pequeno, médio e grande porte) e a categoria informal (Carvalho e Tepassê, 2010: 103).

**Gráfico V.7: Saldo das Operações de Crédito BNB Consolidado**  
% do Crédito de Longo Prazo no Nordeste



Fonte: Relatórios Anuais e apresentações da alta cúpula do BNB. Dados brutos de crédito de longo prazo no Nordeste não foram fornecidos pelo BNB, somente percentuais.

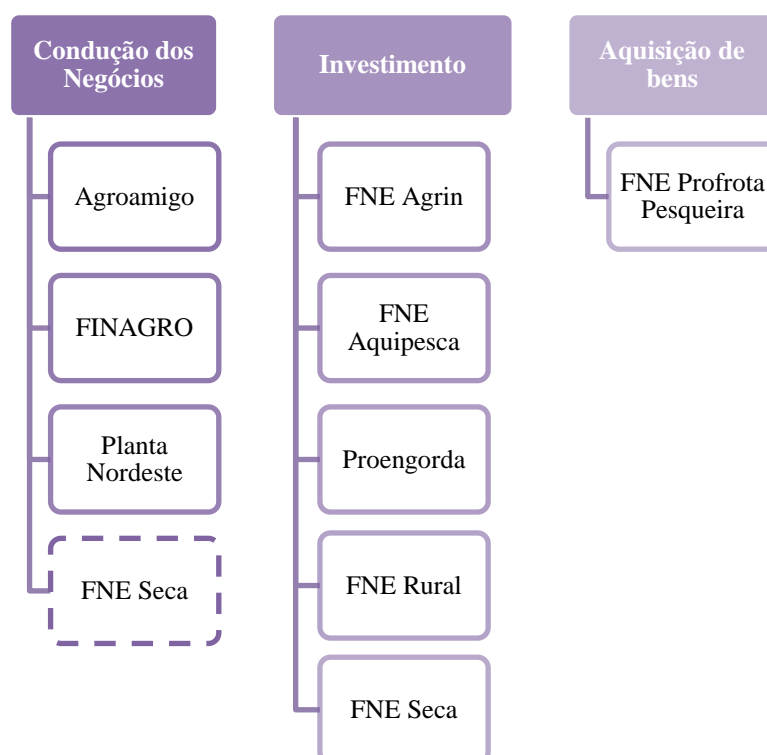
Neste sentido, a conjugação do peso que o BNB possui neste segmento e da significativa expansão do crédito de longo prazo verificada, pode-se afirmar que o BNB contribuiu para um alargamento significativo do segmento de crédito de longo prazo nordestino no período analisado, favorecendo o financiamento de investimentos e, portanto, contribuindo para ampliar a funcionalidade do sistema financeiro nordestino ao desenvolvimento econômico da região.

### ***V.1.c. Crédito Rural no Nordeste***

Outra ponta de atuação fundamental, essencialmente vinculada às características da região Nordeste é o crédito rural. Em especial, a diferenciação dos produtos oferecidos pelo

BNB ocorre principalmente em relação às diferentes modalidades de crédito rural, ligadas às especificidades da realidade nordestina. Da condução dos negócios à implementação de investimentos, o BNB reúne uma série de produtos que se dedicam a especificidade regional (Figura V.1).

**Figura V.1: Produtos financeiros de crédito rural oferecidos pelo BNB**



Fonte: Elaboração própria a partir de informações do BNB.

No que tange à condução dos negócios, o Planta Nordeste se destina ao custeio e/ou giro da produção agropecuária, especialmente de lavouras, enquanto o FINAGRO se destina à aquisição, de modo geral, de insumos e matérias-primas de origem agropecuária. O Agroamigo, por sua vez, será alvo de análise mais detida na próxima seção.

Para a promoção do investimento rural, o banco conta com cinco principais linhas: do caráter geral para o específico, FNE Rural, FNE Agrin, Proengorda, FNE Aquipesca e FNE Seca. A primeira têm caráter generalista e provém crédito para investimento em agropecuária, enquanto a segunda se ocupa do financiamento produtivo na cadeia agroindustrial. A linha

Proengorda se destina exclusivamente à aquisição de bovinos, o que representa uma importante inovação para os produtores locais – a vinculação de um crédito à aquisição de um bem de investimento em si não pode ser considerada uma inovação propriamente dita, mas, no caso geral, o bem a ser adquirido constitui sua própria garantia; neste caso, o crédito é vinculado à aquisição de bovinos, que, contudo, não servem como garantia física.

Também com viés das vocações regionais, o produto FNE Aquipisca vincula o crédito a investimento específico em empreendimentos de aquicultura e pesca. Por fim, a linha FNE Seca, que constitui importante inovação, se relaciona às características da região: este crédito está diretamente vinculado a investimentos que contribuam para a prevenção dos efeitos dos períodos de seca ou estiagem, mas não só; o FNE Seca se qualifica também como uma linha emergencial para produtores rurais e empreendedores locais “afetados pela seca ou estiagem na área de atuação da SUDENE, em municípios com decretação de situação de emergência ou de estado de calamidade pública, pelos citados eventos climáticos” (BNB, 2012).

Infelizmente os dados sobre as contratações de cada produto não são disponibilizados, o que prejudica a análise desta seção. Contudo, como consta em BNB (2011: 9), grande parte dos empréstimos do BNB é destinada a este segmento e o banco ocupa posição de destaque na região: ao final de 2011 o banco ocupava fatia de 71,0% dos empréstimos rurais no Nordeste.

#### ***V.1.d. Síntese***

Verificou-se uma maior integração da região Nordeste no segmento de crédito nacional ao longo do período 2000-11. Se esta não pode ser atribuída unicamente ao BNB, o papel do banco neste processo também não deve ser negligenciado. Em especial, o BNB promoveu um relevante alargamento do segmento de crédito de longo prazo no Nordeste, o que contribuiu para ampliar a funcionalidade do sistema financeiro nordestino ao

desenvolvimento econômico da região. Ainda, o papel do banco no crédito rural parece ser igualmente notável, porém a escassez de dados não permite que tiremos maiores conclusões.

Cabe ressaltar que ao longo desta seção negligenciamos as ações do banco no microcrédito, pois acreditamos ser necessário dar maior atenção a esta forma de operação, para a qual os esforços do banco se voltaram cada vez mais nos últimos anos. O microcrédito, embora seja um crédito, em última instância, obedece a uma lógica essencialmente distinta, o que também justifica sua separação em nossa análise. É para ele que nos voltaremos agora.

## **V.2. Microcrédito**

O microcrédito pode ser entendido, de forma ampla, como um serviço financeiro de pequena escala – ou seja, empréstimos de baixo valor – ou, num escopo mais específico, como um empréstimo concedido a pessoas de baixo nível de renda. Ainda, pode-se considerar o microcrédito como uma conjunção destas duas características, isto é, empréstimos de baixo valor a pessoas de baixo nível de renda (Neri e Medrado, 2005: 6).

Sob a perspectiva deste trabalho e do ponto de vista do desenvolvimento financeiro, é menos a primeira dimensão que importa: o elemento relevante do microcrédito é a inclusão de agentes de baixa renda no sistema financeiro e a provisão do acesso ao crédito, considerando a tendência, compartilhada pelas instituições financeiras privadas, a racionar liquidez para determinados grupos de agentes (Hermann, 2005).

O microcrédito consiste na concessão de micro-empréstimos, tendo por base, contudo, um processo de avaliação de crédito que difere dos empregados pelos bancos convencionais. O agente de crédito comumente procede a uma análise no local do empreendimento ou na própria moradia do tomador e busca traçar um diagnóstico da sua situação financeira e dos aspectos gerenciais do empreendimento em questão a partir de uma avaliação simplificada. É



comum a ausência de exigências de garantias reais, sendo estas substituídas por mecanismos alternativos.

Já argumentamos em outras ocasiões nesta dissertação sobre a frequente ausência de garantias por parte das micro e pequenas empresas e empreendedores individuais face as condições tipicamente exigidas pelos bancos privados no momento da contratação de operações de crédito. Esta situação implica duas possibilidades: (i) a recusa do crédito, i.e., o racionamento do mesmo; ou (ii) a oneração dos tomadores por meio das condições contratuais, seja em relação aos prazos, limites e taxas cobradas – comumente, oferecem-se condições de elevadas taxas com prazos e limites curtos. Enquanto aquela condiciona diretamente a exclusão financeira, amplamente falando, de determinados agentes, esta possibilidade contribui, direta ou virtualmente, para ampliar o grau de fragilidade financeira dos tomadores – como mencionamos anteriormente, o crédito oneroso poderia implicar um círculo vicioso de elevação de inadimplência e taxas de juros, que poderia prejudicar a saúde financeira deste tomador.

No caso do BNDES, a operação do FGE e do FGI buscava auxiliar as empresas e mitigar os riscos de fragilização financeira colocados pelos empréstimos. O BNB, por sua vez, introduziu um mecanismo diferenciado que lhe permitiu a expansão de sua atuação no microcrédito junto a indivíduos de baixa renda, provendo garantias virtuais para a concessão destes créditos: o aval solidário.

Este mecanismo consiste na assunção compartilhada das responsabilidades de um empréstimo por um grupo de pessoas – no CrediAmigo, por exemplo, estes grupos poderiam ser formados por 3-10 pessoas nas principais linhas. Em outras palavras, o aval solidário consiste num “colateral social”:

“O empréstimo é concedido a um grupo de empreendedores, interessados em obter o crédito, que assumem a responsabilidade conjunta no pagamento das prestações, sendo os componentes do grupo escolhidos pelos próprios empreendedores. *Em um grupo solidário todos respondem pelo crédito, sendo cada empreendedor avalista do outro.* Cada um pode tomar emprestado um

valor diferenciado, mas o cupom de pagamento é um só. Portanto, se um dos indivíduos do grupo não puder pagar, ou os demais têm que cobrir a sua parte ou todos os tomadores [...] [ficam] inadimplentes”. (Neri, 2008: 67).

Esta inovação foi introduzida a partir da experiência do banco bengali Grameen Bank, a partir de uma metodologia única, concebida pelo economista Muhammad Yunus (ganhador do prêmio Nobel da paz em 2006) e sua equipe. Esta metodologia se opõe substancialmente a tradicionalmente empregada pelos bancos privados, na medida em que:

“No collateral is taken from clients to receive loans. Loans are based on ‘trust’. This allows individuals in need of financing who would not qualify for traditional bank loans to receive credit. [...]

It is offered to create self employment for income generating activities as opposed to consumption. [...]

Loans are offered to individuals who are in a group. The peer support system practiced by many microfinance programs is another unique feature. When clients gather to make loan payments, they share successes and discuss ideas for solving business and personal problems. Maybe most importantly, they empower each other to stay on the path out of poverty.” (Grameen-Jameel, 2012)

A intuição por trás deste mecanismo pode ser resumida da seguinte forma:

“we required that each applicant join a group of like-people living in similar economic and social conditions. Convinced that solidarity would be stronger if groups came into being themselves, we refrained from managing them, but we did create incentives that encouraged the borrowers to help one another succeed in their business. Group membership not only creates support and protection but also smoothes out the erratic behavior patterns of individual members, making each borrower more reliable in the process. Subtle and at times not-so-subtle peer pressure keeps each group member in line with the broader objectives of the credit program. A sense of intergroup and intragroup competition also encourages each member to be an achiever. Shifting the task of initial supervision to the group not only reduces the work of the bank but also increases the self-reliance of the individual borrowers. Because the group approves the loan request of each member, the group assumes moral responsibility for the loan. If any member of the group gets into trouble, the group usually comes forward to help.”

(Yunus, 2003: 62-3)

Portanto, a responsabilidade do BNB neste contexto se dá menos na operação efetiva de um tipo de fundo de garantia – embora o banco também conduza este tipo de instrumento – e mais na introdução e, principalmente, difusão do aval solidário como forma alternativa de garantia no segmento de microcrédito do sistema financeiro brasileiro.

Neste contexto, viabiliza-se, em primeiro lugar, o acesso dos agentes de baixa renda aos empréstimos necessários à criação e/ou expansão de seus micro ou pequenos negócios/empreendimentos, garantindo a ocupação do tomador e a geração de renda para este agente, bem como seu acesso a serviços financeiros básicos (e.g., conta corrente) sem, necessariamente, exigir uma contrapartida financeira<sup>59</sup>.

### ***V.2.a. Microcrédito no Brasil e o CrediAmigo***

No Brasil, a introdução do microcrédito data formalmente do ano de 1973, a partir da introdução do programa Uno nos municípios de Recife e Salvador. Contudo, como apontam Barone et al. (2002: 8):

“a indústria de microfinanças no Brasil, até 1994, era praticamente inexistente. [...] Em 1996, o BNDES passou a apoiar o fortalecimento das [poucas] organizações existentes, através do Programa de Crédito Produtivo Popular, e, em 1998, o Banco do Nordeste passou a atuar diretamente com 50 agências especializadas do Programa CrediAmigo.”

É somente a partir da criação do CrediAmigo, em 1998, que o microcrédito no Brasil ganha fôlego. Vale notar que o estabelecimento do programa antecede o marco inicial do período delineado para esta dissertação, mas é somente a partir da década seguinte que o programa se consolida: em 1999 uma mudança relevante na regulação introduz as organizações da sociedade civil de interesse público (OSCIPs) e a partir do final de 2003 o CrediAmigo passa a ser operacionalizado por uma destas organizações, o Instituto Nordeste Cidadania (INEC), ganhando capilaridade e inaugurando um período de elevada expansão.

O CrediAmigo partiu de uma única linha, piloto desde sua criação (1998), o Giro Solidário, que contemplava empréstimos a um grupo de integrantes tendo como garantia o aval solidário. Em 1999, foi introduzido o Giro Individual, que permitiu o acesso individual

---

<sup>59</sup> Vale destacar que podemos considerar a existência de dois modelos principais de microcrédito: (i) com foco na geração de emprego e renda para a população de baixa renda, na linha da experiência original do Grameen Bank de Bangladesh, de caráter ativo do ponto de vista da instituição concedente, buscando de fato a sobrevivência deste agente e deste negócio; (ii) com foco no apoio financeiro e gerencial de pequenos negócios já estabelecidos, que busca viabilizar a expansão dos negócios a partir de uma lógica essencialmente privada de operação, essencialmente passiva (Hermann, 2005).

ao crédito, com a necessidade de um avalista como contrapartida em termos de garantias. A linha Investimento Fixo foi introduzida em seguida, em 2001, alongando os valores e prazos dos empréstimos e, assim, permitindo a expansão dos empreendimentos a partir do investimento propriamente dito.

No ano de 2003, a linha Giro Solidário é desmembrada em duas, a partir dos valores dos empréstimos: o Giro Popular Solidário se ocupa dos empréstimos de menor valor (até R\$ 1.000,00), enquanto o Giro Solidário passa a se destinar a valores de faixa mais elevada (acima de R\$ 1.000,00 e até R\$8.000,00). Em 2005, é introduzido o CrediAmigo Comunidade, que estende o número de integrantes do aval solidário para 15-30 integrantes.

Em 2009 o programa Giro Solidário é renomeado para Capital de Giro e a partir de 2011, com o Programa Crescer, do governo federal, as linhas são reagrupadas – sem, contudo, perder suas características essenciais. O Quadro V.2 abaixo reproduz a evolução dos principais produtos no período entre 2005, ano em que o cardápio de produtos do CrediAmigo se consolida, e 2011, incluindo também as condições comumente oferecidas por cada um em cada exercício. Os dados em negrito indicam mudanças nas condições de cada produto.

**Quadro V.2: Produtos do CrediAmigo**

Produto	Integrantes	Valores	Juros	Prazos	Garantias
<b>Produtos e condições em 2005-6</b>					
Giro Popular Solidário	3-10 integrantes	R\$ 100,00 - R\$ 1.000,00	2,0% a.m. + TAC*	2-6 meses	Aval solidário
Giro Solidário		R\$ 1.000,01 - R\$ 8.000,00	4,0% a.m. + TAC*		
CrediAmigo Comunidade	15-30 integrantes	R\$ 100,00 - R\$ 1.000,00	2,0% a.m. + TAC*		
Giro Individual	Individual	R\$ 300,00 - R\$ 8.000,00	4,0% a.m. + TAC*	Até 36 meses	Avalista
Investimento Fixo		R\$ 100,00 - R\$ 5.000,00	3,0% a.m. + TAC*		
<b>Produtos e condições em 2007</b>					
Giro Popular Solidário	3-10 integrantes	R\$ 100,00 - R\$ 1.000,00	<b>1,95%</b> a.m. + TAC*	2-6 meses	Aval solidário
Giro Solidário		R\$ 1.000,01 - R\$ <b>10.000,00</b>	<b>2,0-3,0%</b> a.m. + TAC*		
CrediAmigo Comunidade	15-30 integrantes	R\$ 100,00 - R\$ 1.000,00	<b>1,95%</b> a.m. + TAC*	<b>3-6 meses</b>	

Giro Individual		R\$ 300,00 - R\$ <b>10.000,00</b>	<b>2,0-3,0%</b> a.m. + TAC*	2-6 meses	
Investimento Fixo	Individual	R\$ 100,00 - R\$ 5.000,00	<b>2,95%</b> a.m. + TAC*	Até 36 meses	Avalista
<b>Produtos e condições em 2008</b>					
Giro Popular Solidário	3-10 integrantes	R\$ 100,00 - R\$ 1.000,00	1,95% a.m. + TAC*	<b>2-12 meses</b>	
Giro Solidário		R\$ 1.000,01 - R\$ 10.000,00	2,0-3,0% a.m. + TAC*	<b>2-9 meses</b>	Aval solidário
CrediAmigo Comunidade	15-30 integrantes	R\$ 100,00 - R\$ 1.000,00	1,95% a.m. + TAC*	<b>2-12 meses</b>	
Giro Individual	Individual	R\$ 300,00 - R\$ 10.000,00	2,0-3,0% a.m. + TAC*	<b>2-9 meses</b>	
Investimento Fixo		<b>R\$ 300,00</b> - R\$ 5.000,00	2,95% a.m. + TAC*	Até 36 meses	Avalista
<b>Produtos e condições em 2009-10</b>					
<b>Capital de Giro Popular</b>	3-10 integrantes	R\$ 100,00 - R\$ 1.000,00	<b>1,19% a.m. + TAC* de 3%</b>	2-12 meses	
<b>Capital de Giro</b>		R\$ 1.000,01 - R\$ 10.000,00	2,0-3,0% a.m. + <b>TAC* de 3%</b>	<b>2-12 meses</b>	Aval solidário
CrediAmigo Comunidade	15-30 integrantes	R\$ 100,00 - R\$ 1.000,00	<b>0,99% a.m. + TAC* de 3%</b>	<b>3-12 meses</b>	
<b>Capital de Giro</b>	Individual	R\$ 300,00 - R\$ <b>15.000,00</b>	2,0-3,0% a.m. + TAC* de 3%	2-9 meses	
Investimento Fixo		<b>R\$ 100,00 - R\$ 8.000,00</b>	2,95% a.m. + TAC* de 3%	Até 36 meses	Avalista
<b>Produtos e condições em 2011</b>					
<i>CrediAmigo Crescer</i>					
<b>Capital de Giro e Investimento</b>	15-30 integrantes	R\$ 100,00 - <b>R\$ 1.100,00</b>	<b>0,64% a.m. + TAC* de 1%</b>	<b>4-12 meses</b>	Aval solidário
Capital de Giro	3-10 integrantes	R\$ 100,00 - <b>R\$ 2.000,00</b>			
Investimento Fixo	Individual	<b>R\$ 300,00</b> - R\$ 8.000,00		Até 36 meses	Avalista
<i>Produtos Complementares</i>					
Capital de Giro	3-10 integrantes Individual	<b>R\$ 2.100,00 - R\$ 15.000,00</b>	<b>1,2% a.m. + TAC* de 3%</b>	<b>1-12 meses</b>	Aval solidário Avalista

Fonte: BNB. \*Taxa de Abertura de Crédito, incide sobre o valor da operação. Datas de criação dos produtos: Giro Popular Solidário, 2003; Giro Solidário, 1997 piloto e 1998 efetivo; CrediAmigo Comunidade, 2005; Giro Individual, 1999; Investimento Fixo, 2001; CrediAmigo Crescer: redesenhado pelo governo federal em 2011. Dados em **negrito** indicam mudanças nos valores.

De um modo geral, ao longo do período 2000-11, observou-se: (i) uma redução significativa das taxas de juros dos empréstimos do CrediAmigo, difundida entre todas as linhas, mas especialmente relevante no produto investimento fixo (queda de 2,36 p.p.)<sup>60</sup>; (ii) o

<sup>60</sup> De modo a oferecer uma base de comparação, as taxas médias dos empréstimos livres da categoria crédito pessoal foram, respectivamente, de: 4,30% a.m. no biênio 2005-6; 3,49% em 2007; 3,66% em 2008; 3,15 em 2009-10; e 3,38% em 2011. Entre o biênio 2005-6 e 2011, portanto, houve queda de 0,92 p.p. nestas taxas.

alongamento dos prazos dos empréstimos, cujo limite superior dobrou em 4 das 5 categorias – manteve-se, contudo, como teto o limite de 36 meses da categoria investimento fixo; (iii) a ampliação dos volumes dos empréstimos, cujo limite superior praticamente dobrou entre 2005 e 2011, saindo de R\$ 8.000,00 para R\$ 15.000,00.

Não somente as condições evoluíram positivamente no período analisado, mas, e principalmente, houve uma expansão significativa do programa ao longo da década de 2000. Entre 2000 e 2011, aproximadamente 10 bilhões de operações foram conduzidas no âmbito do CrediAmigo e o volume desembolsado pelo programa somou R\$ 11,0 bilhões. O número e o volume agregado das operações se expandiram exponencialmente ao longo deste período, apresentando taxas elevadas de crescimento não só nos anos iniciais do programa, mas também a partir de 2007. Ao final do período, em 2011, o CrediAmigo atingiu um volume de desembolsos anual de R\$ 2,9 bilhões, diluídos em 2,2 bilhões de operações (Tabela V.2).

**Tabela V.2: Números do CrediAmigo**

	Operações		Desembolsos			Nº clientes ativos	Carteira ativa (R\$ Milhões)	
	Número	Δ%	R\$ milhões	Δ%	R\$ milhões de 2011			Δ%
2000	165.665	-	125,7	-	310,83	-	57.943	n.d.
2001	250.119	51,0	197,1	56,8	441,63	42,1	85.309	n.d.
2002	359.216	43,6	287,3	45,8	567,15	28,4	118.955	71,9
2003	434.810	21,0	368,2	28,2	591,91	4,4	138.497	85,4
2004	507.807	16,8	440,9	19,7	647,87	9,5	162.868	106,7
2005	595.742	17,3	548,2	24,3	760,19	17,3	195.378	136,2
2006	690.415	15,9	639,6	16,7	871,89	14,7	235.729	170,6
2007	824.782	19,5	794,2	24,2	1.030,29	18,2	299.975	234,6
2008	1.009.236	22,4	1.087,5	36,9	1.268,32	23,1	400.413	362,2
2009	1.259.594	24,8	1.499,2	37,9	1.717,70	35,4	528.792	501,6
2010	1.632.482	29,6	2.066,3	37,8	2.242,39	30,5	737.826	742,6
2011	2.246.905	37,6	2.975,8	44,0	2.975,80	32,7	1.046.062	1.144,8

Fonte: BNB.

Destaca-se também que o número de clientes ativos cresceu 1.705,3% ao longo do período analisado, tendo atingido um patamar superior a 1 milhão no ano de 2011, onde se manteve uma carteira ativa de R\$ 1,1 bilhões. Os benefícios associados ao programa são inúmeros e como estima Neri (2008: 44), tomando por período de referência o biênio 2007-8:

“as pequenas unidades produtivas servidas pelo programa apresentam taxas de crescimento de faturamento e lucro da ordem de 35%, e taxas de aumento de consumo familiar da ordem de 15%, com redução da dependência de outras fontes de renda”.

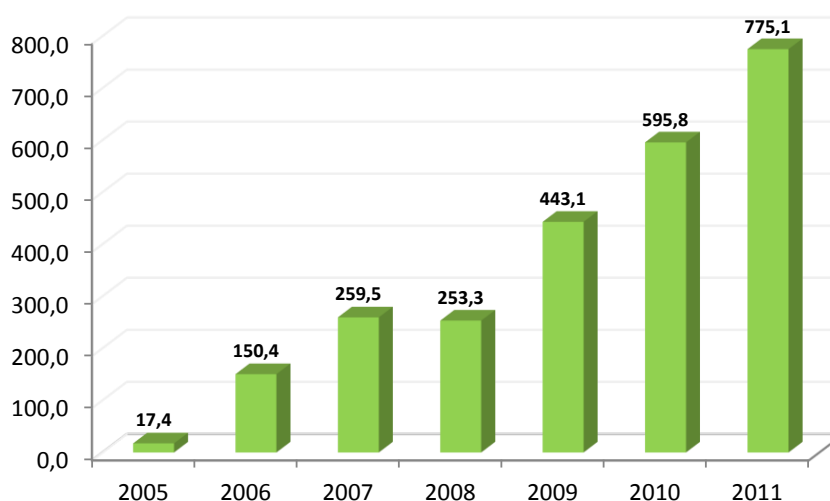
### ***V.2.b. Da cidade ao campo: AgroAmigo***

Essencialmente voltado para o público urbano, o CrediAmigo passou a contar, a partir de 2005, com um braço rural, o AgroAmigo – fruto de uma parceria entre BNB e INEC. O programa é voltado para agricultores familiares classificados segundo metodologia do Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf) na categoria B (ou seja, que obtenham renda bruta anual de até R\$ 6 mil, explorem área de até quatro módulos rurais e utilizem mão de obra familiar – AgroAmigo, 2011: 7) e introduz relevante inovação financeira no segmento de crédito rural.

O BNB não disponibiliza informações mais detalhadas sobre os produtos oferecidos no âmbito do AgroAmigo, apenas que seus financiamentos tem prazo de até 24 meses e teto de volume de financiamento em R\$ 2.500,00 – sendo que a maior parcela das contratações, 59%, se encontra na faixa de R\$ 1.500,00 a R\$ 2.000,00 (AgroAmigo, 2011: 21).

Desde sua criação, o AgroAmigo registrou desembolsos de R\$ 2,49 bilhões, com crescimento expressivo no triênio 2009-11 (Gráfico V.8). Este braço rural, portanto, reforça o papel do BNB no microcrédito e no desenvolvimento de instrumentos financeiros específicos relativos a operacionalização destas operações, promovendo a inclusão dos agentes de baixa renda no segmento de crédito e na dinâmica financeira, em sentido amplo.

**Gráfico V.8: Desembolsos do Agroamigo**  
R\$ Milhões



Fonte: BNB.

### ***V.2.c. A inclusão a partir do custo***

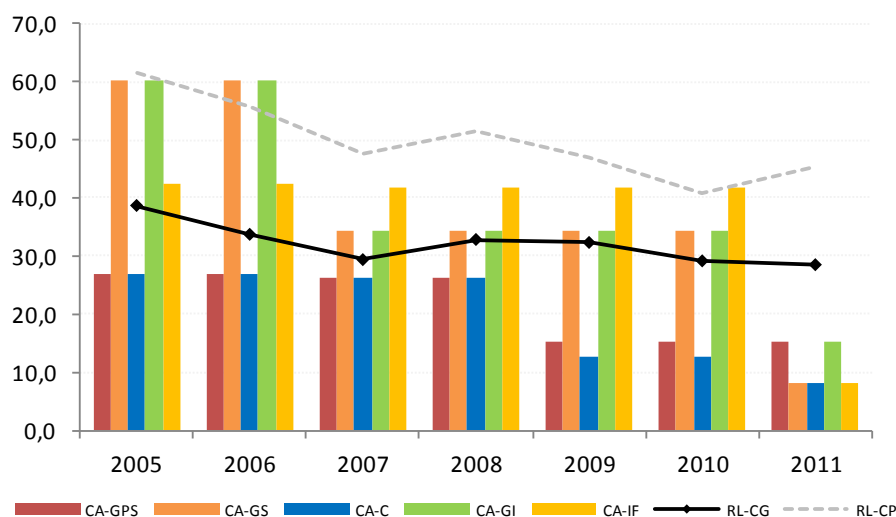
O sucesso que o microcrédito possui na inclusão financeira também reflete as condições em que estes empréstimos são concedidos. Embora o microcrédito possa ser empregado por instituições privadas, é pouco provável que as mesmas consigam prover condições iguais às oferecidas por bancos de desenvolvimento. Isto é ainda mais grave no Brasil, face ao inegável problema das elevadas taxas de juros. Caso os tomadores de baixa renda tentassem acessar o mercado privado, se conseguissem, haja a vista a tendência ao racionamento de crédito, as taxas cobradas pelos bancos privados provavelmente seriam proibitivas ou muito superiores à média do mercado. Isto tornaria o crédito não somente oneroso, mas tenderia a implicar um círculo vicioso negativo, de elevação de inadimplência e, conseqüentemente, das taxas de refinanciamento, que prejudicaria a saúde financeira destes tomadores.

No caso dos programas do BNB, o Gráfico V.9 revela que, inversamente à lógica privada de concessão crédito, as taxas cobradas dos tomadores de baixa renda foram inferiores à média do mercado nas principais linhas do CrediAmigo, em especial, no Giro



Popular Solidário. Este processo de redução dos custos, vale ressaltar, ganhou fôlego importante em 2011, quando as taxas foram substancialmente reduzidas e abriu-se uma vantagem relevante a favor dos integrantes do programa do BNB.

**Gráfico V.9: Taxa de Juros Média por linha**  
% a.a.



Fonte: BNB e BCB. CA-GPS: CrediAmigo Giro Popular Solidário; CA-GS: CrediAmigo Giro Solidário; CA-C: CrediAmigo Comunidade; CA-GI: CrediAmigo Giro Individual; RL-CG: Recursos Livres Capital de Giro; RL-CP: Recursos Livres Crédito Pessoal. Linhas do BNB mantiveram os nomes originais de 2005.

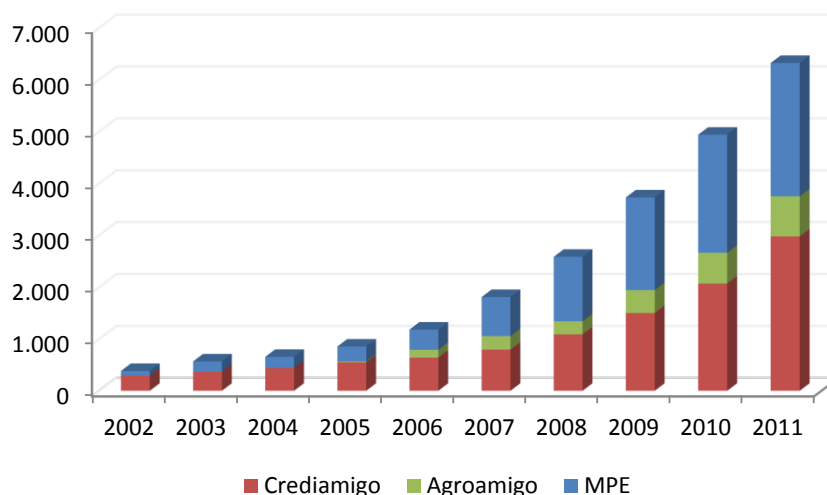
Assim, reforçando o que já argumentamos anteriormente, estes tomadores de baixa renda, além de conseguirem efetivamente o acesso ao crédito, o tomam a taxas reduzidas, que implicam um círculo não vicioso, mas virtuoso, favorecendo as condições para adimplência, sem maiores danos à saúde financeira destes tomadores.

#### **V.2.d. Inclusão além do microcrédito**

Vale notar que não somente os programas de microcrédito se destinam a ampliar o acesso de microempresas ao mercado, mas há programas de crédito convencionais, por assim dizer, implementados pelo BNB que também são direcionados à micro e pequenas empresas e empreendedores individuais. As linhas FNE Micro e Pequenas Empresas (MPE) e Empreendedores Individuais (EI) se situam neste âmbito e representaram um relevante volume de desembolsos no período (Gráfico V.10). Somando os programas de microcrédito e

a linha FNE-MPE, em 2011, o crédito destinado a MPEs representava cerca de 30% do total de desembolsos do banco.

**Gráfico V.10: Desembolsos dos Programas de Microcrédito e PME**  
R\$ milhões



Fonte: Demonstrações contábeis, relatórios anuais e apresentações da alta cúpula do BNB.

### V.2.e. Síntese

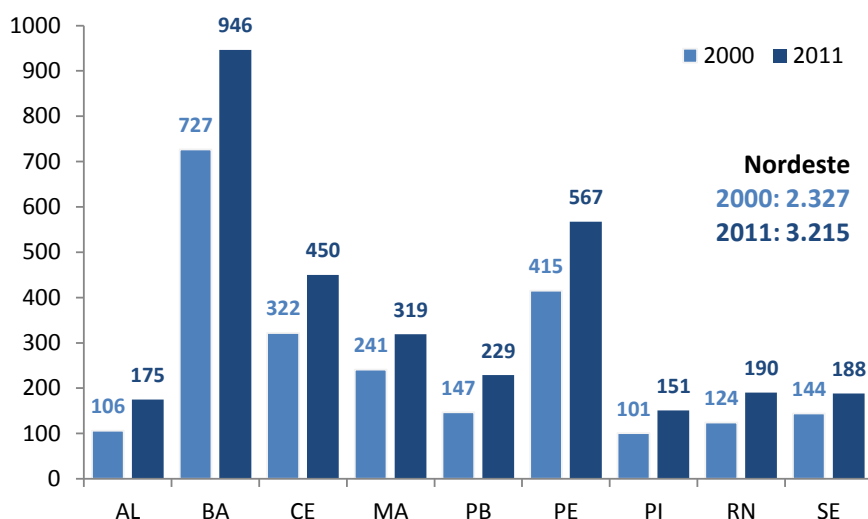
A provisão do microcrédito, a agentes econômicos de baixa renda, especialmente aos micro-empresendedores, agricultores familiares (fora e dentro do âmbito do PRONAF) e trabalhadores e empresários informais – sendo estas operações comumente associadas à abertura de contas correntes e à oferta de outros serviços financeiros básicos, como veremos na próxima seção – garante a inclusão destes agentes na dinâmica financeira. Promove-se, portanto, uma ampliação da funcionalidade deste segmento do sistema financeiro à melhora das condições de renda e qualidade de vida destes agentes, o que, em outras palavras, pode ser entendido como desenvolvimento econômico.

### V.3. Acesso aos serviços financeiros

A inclusão financeira promovida pelo BNB não se limita a provisão de crédito, mas engloba também a provisão de serviços financeiros, de modo geral. Como consta nos Gráficos

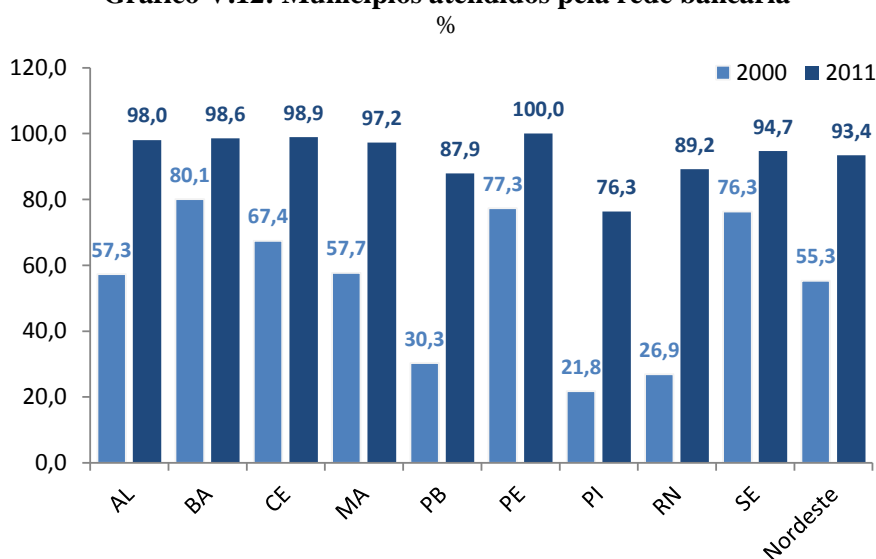
V.11 e V.12, houve uma evolução significativa na cobertura e provisão de serviços bancários na região Nordeste.

**Gráfico V.11: Número de agências bancárias por Estado**



Fonte: BCB.

**Gráfico V.12: Municípios atendidos pela rede bancária**



Fonte: BCB.

O número de agências se expandiu significativamente em todos os estados e atingiu 3.215 em 2011, ante 2.327 em 2000, enquanto o percentual de municípios atendidos pela rede bancária – composta não somente por agências, mas também por postos de atendimento bancário e postos avançados de atendimento – saltou expressivamente, de 55,3% em 2000 para 93,4% em 2011. Em relação a este último indicador, a principal evolução se deu nos

estados do Rio Grande do Norte, Paraíba e Piauí, onde a taxa de cobertura se ampliou 62,3, 57,6 e 54,6 p.p., respectivamente, no período.

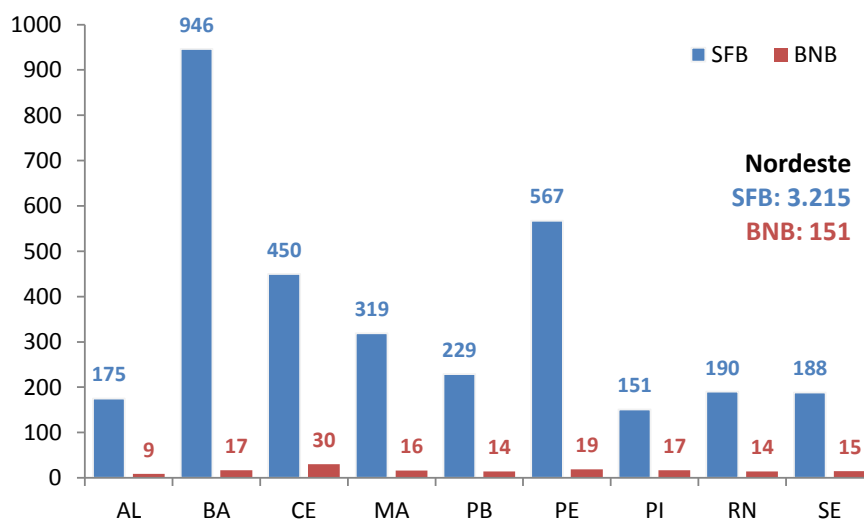
O BNB está diretamente inserido neste processo de extensão da cobertura da rede bancária, ainda que conte com um número limitado de agências em sua área de atuação (Gráfico V.13)<sup>61</sup>. A sua cobertura está centrada na atuação dos chamados *agentes de desenvolvimento* e das *agências itinerantes*, além dos postos de atendimento do CrediAmigo, e atinge 99,9% de toda região Nordeste, segundo dados de 2011 (Gráfico V.14) – há que se notar que este número é discrepante em relação ao dado agregado do BCB para o mesmo período (93,4%), pois o BCB não leva em conta todos os tipos de agentes utilizados pelo BNB para garantir sua capilaridade na região. Em especial, destaca-se a utilização das agências itinerantes que proveem:

“atendimento móvel do Banco aos agentes produtivos, mediante deslocamento de equipes das agências para as localidades onde não há agências fixas, permitindo mais comodidade aos clientes e agilidade no atendimento. Nelas desenvolvem-se atividades para grupos de clientes, atendendo associações, cooperativas e pequenos produtores rurais nas localidades onde se encontram, numa solução inovadora e eficiente para acesso aos produtos e serviços do Banco do Nordeste.” (BNB, 2000: 9)

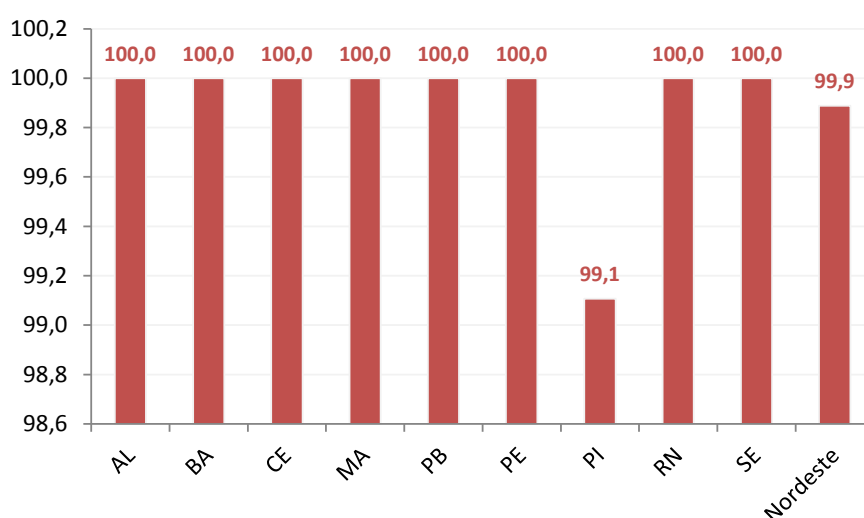
E soma-se a isso a articulação dos agentes de desenvolvimento e a atuação dos *assessores de microcrédito*, a partir da parceria firmada com o Instituto Nordeste Cidadania (e posteriormente com o VivaCred, mas com alcance no Rio de Janeiro) que buscam atender ao cliente em seu próprio local de atividade, esteja ele situado em área urbana ou rural. Esta estratégia, em especial, é garantidora do sucesso apontado nos programas de microcrédito do BNB, que constituem o principal pilar da ampliação do acesso ao sistema financeiro promovido pelo banco.

---

<sup>61</sup> Ainda assim, há que se destacar que o BNB é o 8º banco no ranking de número de agências no país, segundo dados de 2011, do BCB.

**Gráfico V.13: Número de agências bancárias por Estado em 2011**

Fonte: BNB e BCB.

**Gráfico V.14: Municípios atendidos pelo BNB**

Fonte: BNB e BCB.

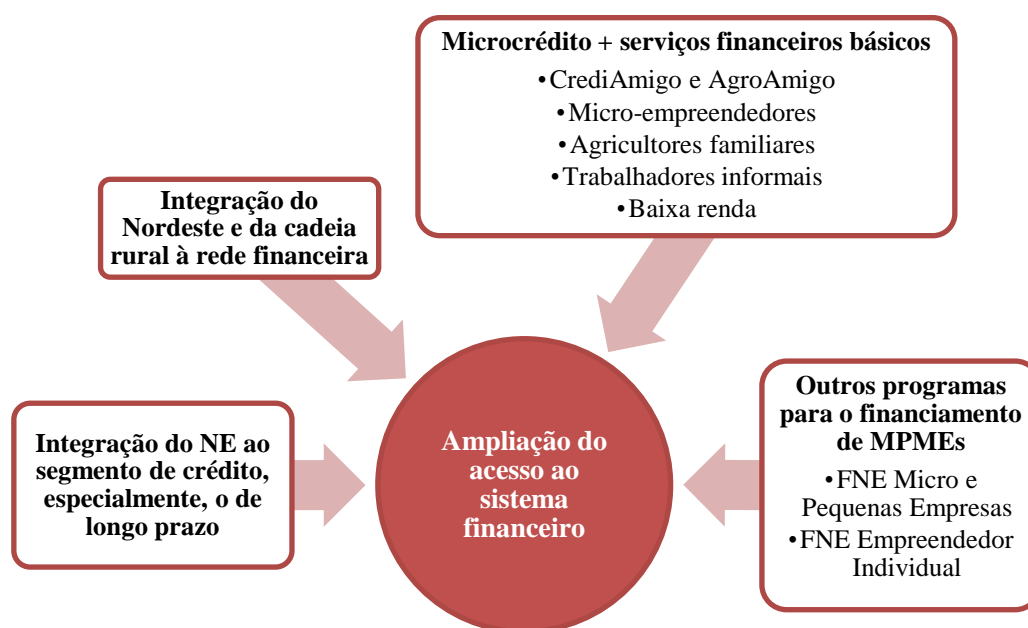
A efetiva integração da região Nordeste ao sistema financeiro nacional, portanto, passa também pelas ações do BNB na inclusão financeira em sentido amplo, a partir da provisão de serviços financeiros para todos os municípios da região.

#### V.4. Conclusão

Em linha com o procedido no capítulo anterior, cujo foco, contudo, se situava sobre a experiência do BNDES, o presente capítulo buscou descrever e analisar as principais formas

de atuação do BNB no sentido da ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico. No período analisado, destacamos diversas formas de atuação do BNB, contemplando: a integração da região Nordeste à dinâmica do sistema financeiro nacional, em especial, a partir do segmento de crédito de longo prazo na região; a extensão do acesso ao sistema financeiro e ao crédito às áreas e produtores e famílias rurais; a provisão de microcrédito à empreendedores e famílias de baixa renda, em especial, micro-empresendedores urbanos, agricultores familiares e trabalhadores informais; o fornecimento de linhas de crédito tradicionais à micro e pequenas empresas e empreendedores individuais; e a oferta de serviços financeiros básicos (como a abertura de contas correntes) aos municípios nordestinos (Figura V.2).

**Figura V.2: Síntese da atuação do BNB no sistema financeiro brasileiro**



Fonte: Elaboração Própria.

As ressalvas feitas no caso do BNDES também se aplicam ao caso do BNB: as formas de atuação descritas ao longo deste capítulo não encerram as atividades conduzidas pelo BNB ao longo do período analisado, sendo a análise aqui realizada uma espécie de lista selecionada

das ações do banco, que consideramos mais que suficiente para constatarmos a relevância do BNB para a ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro – e, em especial, nordestino – para o desenvolvimento econômico da região. Em outras palavras, afirmamos que o BNB protagonizou relevante papel na promoção da funcionalidade do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico, não somente na região Nordeste, mas também em nível nacional, ao longo do período 2000 e 2011.

## CONCLUSÃO

A presente dissertação teve por objetivo analisar a evolução do papel dos dois principais bancos de desenvolvimento, BNDES e BNB, na ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico, durante o período 2000-2011.

Partimos de um pano de fundo constituído por experiências históricas, onde a literatura analisada sugeriu que, em diferentes momentos históricos e em diferentes nações, os sistemas financeiros apoiaram o desenvolvimento econômico, aprofundando a coordenação entre os agentes por meio dos laços estabelecidos entre os bancos, as empresas e o Estado. O desenvolvimento e aprofundamento dos sistemas financeiros, a partir desta ótica, podem ser considerados elementos fundamentais do desenvolvimento econômico, ainda que não antecedam necessariamente o fenômeno do desenvolvimento econômico.

A funcionalidade dos sistemas financeiros de cada país em cada época dependeu de um conjunto grande de fatores, que passam desde a conjuntura econômica vigente à legislação em vigor e mesmo à forma pela qual o Estado/governo intervinha neste conjunto de instituições. É justamente o papel deste último ator, o Estado, que se revelou o ponto-chave para nossa discussão, que se desdobrou a partir dos esquemas analíticos construídos sobre a relação entre sistema financeiro, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico.

Apresentamos diferentes interpretações sobre como esta relação se desenvolveu, encontrando elementos que validam a relevância dos sistemas financeiros e do desenvolvimento financeiro para o desenvolvimento econômico em todas as abordagens teóricas analisadas. A questão que apresenta grande controvérsia, contudo, é justamente o papel do Estado nesta relação. Neoclássicos, novos-Keynesianos e pós-Keynesianos apresentam visões conflituosas.



O primeiro grupo de autores argumenta que a intervenção estatal nos sistemas financeiros é desnecessária, ou mesmo prejudicial, pois qualquer política financeira intervencionista geraria distorções que teriam por resultado um equilíbrio menos eficiente que o mercado por si só alcançaria. Assim, o melhor que o Estado poderia fazer seria perseguir políticas de liberalização financeira e deixar que o mercado financeiro levasse a cabo a alocação de recursos. Com isso, o mercado financeiro seria capaz de atingir a alocação ótima de recursos que corresponderia à taxa ótima de poupança e, portanto, à taxa ótima de investimento e crescimento econômico.

As críticas a esta visão, com efeito, não são poucas. A segunda corrente parte do reconhecimento da existência de falhas de mercado, o que torna a alocação provida puramente pelo mercado ineficiente. Segue-se que os autores ligados a esta corrente propõem que, para que os sistemas financeiros funcionem devidamente, o Estado deve intervir sistematicamente, buscando mitigar os efeitos das falhas de mercado e, assim, conduzir a uma alocação superior do que a alcançada pelo mercado. Com isso, políticas financeiras e a regulamentação das atividades financeiras pelo Estado se tornam não deletérias, mas desejáveis.

Semelhante visão é compartilhada por pós-Keynesianos, ainda que o caminho pelo qual transitem seja significativamente distinto. No contexto de uma economia monetária de produção, onde vigorem condições de incerteza, o mercado seria sistematicamente ineficiente, justificando certo pessimismo dos pós-Keynesianos em relação à possibilidade de operação dos sistemas financeiros em permanente apoio ao desenvolvimento econômico.

Sem a presença estatal é pouco plausível que os sistemas financeiros apoiem efetivamente o desenvolvimento econômico. Logo, em economias monetárias de produção, a presença do Estado é uma condição *sine qua non* para que os sistemas financeiros e o desenvolvimento financeiro sejam funcionais ao crescimento e desenvolvimento econômico. Ainda, não cabe pensar em desenvolvimento financeiro de forma separada ao conceito de

funcionalidade ao desenvolvimento econômico, o que coloca o Estado numa posição central neste esquema.

Neste contexto, a definição de políticas financeiras pelo Estado é elemento fundamental para garantir que o desenvolvimento financeiro seja funcional ao desenvolvimento econômico. Os desenhos que estas políticas financeiras podem tomar são diversos: a definição de um marco regulatório; a utilização de meios mais diretos de intervenção, como o direcionamento de crédito; a criação de bancos públicos e de desenvolvimento; etc.

Considerando esta diversidade, dividimos as políticas financeiras em dois grupos: um primeiro, que mantém os mercados como estruturas de governança das relações e transações financeiras; e um segundo, onde estruturas alternativas são desenvolvidas, em especial, bancos de desenvolvimento. Destacamos que a despeito da intervenção estatal corretiva, reforçando o papel do mercado como estrutura de governança das relações financeiras (primeiro grupo), as condições de operações dos mercados financeiros que levam a sua ineficiência não são eliminadas. Neste caso, a constituição de estruturas de governança alternativas aos mercados (segundo grupo), surge como opção para fazer frente de forma mais aguda à incerteza e eliminar as falhas de mercado.

A constituição de bancos de desenvolvimento – estruturas de governança de caráter híbrido, criadas e controladas pelo Estado, com o objetivo de ampliar a funcionalidade dos sistemas financeiros, em todas suas dimensões, ao desenvolvimento econômico – é uma opção relevante, como forma de socialização dos riscos necessária ao desenvolvimento financeiro e à garantia de certa funcionalidade dos sistemas financeiros.

Neste sentido, os bancos de desenvolvimento são capazes de implementar uma série de políticas financeiras, podendo até ser marcadas pela introdução de inovações financeiras a nível local, tendo como norte a ampliação do acesso dos agentes aos diversos segmentos,

instrumentos e ativos dos sistemas financeiros. Estas instituições atuaram, portanto, diretamente no alargamento da funcionalidade do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico.

Desse modo, a nossa investigação sobre o caso brasileiro buscou avaliar de que maneira as formas de apoio financeiro do BNDES e BNB evoluíram no contexto de aprofundamento do sistema financeiro brasileiro no período 2000-2011. Mais especificamente, analisamos as formas de atuação destas instituições, destacando inclusive os tipos de instrumentos e ativos financeiros utilizados, no sentido de: (i) ampliar o acesso dos agentes aos sistemas financeiros; e (ii) prover atendimento a segmentos excluídos e/ou restringidos no sistema financeiro privado. Ressalta-se que as formas de atuação descritas nesta dissertação não esgotaram as atividades conduzidas pelo BNDES e pelo BNB ao longo do período analisado, tão somente apresentou-se um cardápio selecionado dentro de um amplo espectro de ações destas instituições.

O BNDES teve diversas formas de atuação, contemplando: o papel anticíclico exercido pelo banco no mercado de crédito, as diversas ações que favoreceram o acesso dos agentes ao crédito no país – como a redução dos custos financeiros dos empréstimos, o direcionamento de recursos para micro, pequenas e médias empresas, a provisão de garantias e a redistribuição regional do crédito –, a operação do segmento de crédito corporativo de longo prazo no Brasil, além das ações vinculadas ao mercado de capitais, como a promoção dos mercados de ações e debêntures e a criação do Novo Mercado de Renda Fixa.

A atuação do BNB, por sua vez, abrangeu: a integração da região Nordeste à dinâmica do sistema financeiro nacional, em especial, a partir do segmento de crédito de longo prazo na região; a extensão do acesso ao sistema financeiro e ao crédito às áreas e produtores e famílias rurais; a provisão de microcrédito à empreendedores e famílias de baixa renda, em especial, micro-empresendedores urbanos, agricultores familiares e trabalhadores informais; o

fornecimento de linhas de crédito tradicionais à micro e pequenas empresas e empreendedores individuais; e a oferta de serviços financeiros básicos (como a abertura de contas correntes) aos municípios nordestinos.

Neste contexto, concluímos que os BNDES e o BNB – e, possivelmente, os demais bancos públicos e de desenvolvimento brasileiros – contribuíram sobremaneira para a expansão financeira observada no Brasil no período 2000-11. O BNDES e o BNB tiveram suas formas de atuação voltadas diretamente à ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento brasileiro, por vezes chegando a operar novos “nichos” e introduzir instrumentos financeiros, que contribuíram efetivamente para a ampliação do acesso dos agentes ao sistema financeiro, provendo atendimento a segmentos excluídos e/ou restringidos no sistema financeiro privado. Portanto, argumentamos que, entre 2000 e 2011, estas instituições contribuíram efetiva e amplamente para a ampliação da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico do país.

## BIBLIOGRAFIA

- AGÉNOR, P. & MONTIEL, P. J. (1999). **Development Macroeconomics**. New Jersey: Princeton University Press, 2ª ed.
- AGHION, B. A. (1999). "Development Banking," **Journal of Development Economics**, Vol. 58, pp. 83-100.
- AGROAMIGO (2011). Relatório 2011. Fortaleza: BNB. Disponível em: <<[http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/produtos\\_e\\_servicos/agroamigo/docs/relatorio\\_2011\\_completo.pdf](http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/produtos_e_servicos/agroamigo/docs/relatorio_2011_completo.pdf)>>.
- AKB – ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (2008). Dossiê da Crise. Disponível em: <<<http://www.akb.org.br>>>
- \_\_\_\_\_. (2010). Dossiê da Crise II. Disponível em: <<<http://www.akb.org.br>>>
- ALESSANDRINI, P.; PRESBITERO, A. F.; ZAZZARO, A. (2006). "Banks, Distances and Financing Constraints for Firms," **Quaderno di Ricerca** n. 266, 2006.
- ALLEN, F; CAPIE, F.; FOHLIN, C.; MIYAJIMA, H.; SYLLA, R.; WOOD, G.; YAFEH, Y. (2010) How Important Historically Were Financial Systems for Growth in the U.K., U.S., Germany, and Japan? Paper prepared for the World Bank Project on Financial Structure.
- ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (2012a). "Debêntures Incentivadas," **Informes de Legislação**, n. 6. Rio de Janeiro-São Paulo: Anbima.
- \_\_\_\_\_. (2012b). Novo Mercado de Renda Fixa – Propostas – Parcerias. Disponível em: <<<http://www.anbima.com.br/nmrf/propostas/parcerias.asp>>>.
- ARAÚJO, V. L. (2007). Revisitando o desenvolvimentismo brasileiro: o BNDE e o financiamento de longo prazo, 1952-1964. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Economia. Niterói, UFF, Niterói.
- ARIDA, P. (1996) "A história do pensamento econômico como teoria e retórica," in: José Marcio Rego (org.) **Retórica na Economia**, São Paulo: Editora 34.
- ARROW, K. (1951). "Alternative approaches to the theory of choice in risk-taking situations," **Econometrica**, 19, pp. 404-437.
- BARONE, F.; LIMA, P.; DANTAS, V.; REZENDE, V. (2002). **Introdução ao Microcrédito**. Brasília: Conselho da Comunidade Solidária.
- BAZILIO, J.; ARONOVICH, S. (2012). "A Política Financeira do BNDES sessenta anos depois," **Revista do BNDES**, n. 37, junho. Rio de Janeiro: BNDES.

BIELSCHOWSKY, R. (1988). **Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Contraponto.

BLANCHARD, O.; FISHER, S. (1994). **Lectures on Macroeconomics**. London: MIT Press.

BNB – BANCO DO NORDESTE DO BRASIL. (2000). Relatório de Gestão Banco do Nordeste do Brasil S.A.. Fortaleza: BNB. Disponível em:

<<[http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/o\\_banco/relacao\\_acionistas/docs/gestao2000.pdf](http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/o_banco/relacao_acionistas/docs/gestao2000.pdf)>>.

\_\_\_\_\_. (2009). Estatuto Social do Banco do Nordeste do Brasil S.A.. Fortaleza: BNB.

\_\_\_\_\_. (2011). Desempenho Operacional e Financeiro. Gabinete da Presidência, BNB. Disponível em:

<<[http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/o\\_banco/resultados\\_operacionais/docs/BNB\\_Desempenho\\_Operacional\\_2011\\_INTERNET.pdf](http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/o_banco/resultados_operacionais/docs/BNB_Desempenho_Operacional_2011_INTERNET.pdf)>>.

\_\_\_\_\_. (2012). Produtos e Serviços - Programas do FNE – FNE SECA - Programa Emergencial para Seca. Disponível em:

<<[http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/produtos\\_e\\_servicos/programas\\_fne/gerados/fne\\_seca.asp](http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/produtos_e_servicos/programas_fne/gerados/fne_seca.asp)>>.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (2002). **BNDES 50 Anos**. Rio de Janeiro: BNDES.

\_\_\_\_\_. (2011). Relatório Anual 2011, BNDES. Rio de Janeiro: BNDES.

\_\_\_\_\_. (2012a). Apoio Financeiro – Produtos. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Apoio\\_Financeiro/Produtos/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/)>.

\_\_\_\_\_. (2012b). Áreas de Atuação – Mercado de Capitais. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Areas\\_de\\_Atuacao/Mercado\\_de\\_Capitais/index.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Areas_de_Atuacao/Mercado_de_Capitais/index.html)>.

\_\_\_\_\_. (2012c). Fundos Administrados – Fundo de Garantia à Exportação - FGE. Disponível em:

<[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/BNDES\\_Transparente/Fundos/Fge/index.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Fundos/Fge/index.html)>.

BORDO, M.; EICHENGREEN, B.; KLINGEBIEL, D.; MARTINEZ-PERIA, M. S. (2000). “Is the Crisis Problem Growing More Severe?,” **Economic Policy**, v. 16, n. 32, pp. 51–82, April.

- BORDO, M. (2003). "Stock Market Crashes, Productivity Boom Busts and Recessions: Some Historical Evidence," Background paper prepared for the chapter on Asset Price Busts for World Economic Outlook, April. Washington: International Monetary Fund.
- BRUCK, N. (2001). "How Development Banks are Changing," in: ADFIAP-IDF (Association of Development Financing Institutions in Asia and the Pacific - Institute of Development Finance), **Principles and Practices of Development Banking**, Manila, Philippines: ADFIAP-IDF, Vol. I, pp. 131-37.
- \_\_\_\_\_. (2002). "The Role of Development Banks in the Twenty-First Century," in: ADFIAP-IDF (Association of Development Financing Institutions in Asia and the Pacific - Institute of Development Finance), **Principles and Practices of Development Banking**, Manila, Philippines: ADFIAP-IDF, Vol. III, pp. 61-90.
- CD-CICEF – CADERNOS DE DESENVOLVIMENTO, CENTRO INTERNACIONAL CELSO FURTADO DE POLÍTICAS PARA O DESENVOLVIMENTO (2011). "Entrevista: Luciano Coutinho," **Cadernos do Desenvolvimento** (Nova Série), v. 6, n. 9, pp. 406-419, jul.-dez.. Rio de Janeiro: CICEF.
- CALOMIRIS, C. W.; SCHWEIKART, L. (1991) "The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment," **The Journal of Economic History**, Vol. 51, n. 4, pp. 807-834
- CAMERON, R. (1953). "The Crédit Mobilier and the Economic Development of Europe," **Journal of Political Economy**, 61(6), December.
- \_\_\_\_\_. (1967a). "England, 1750-1844," in Cameron, R.; Crisp, O.; Patrick, H. T.; Tilly, R., **Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History**, London and New York: Oxford University Press, pp. 15-59.
- \_\_\_\_\_. (1967b). "Scotland, 1750-1845," in Cameron, R.; Crisp, O.; Patrick, H. T.; Tilly, R., **Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History**, London and New York: Oxford University Press, pp. 60-99.
- \_\_\_\_\_. (1967c). "France, 1800-1870," in Cameron, R.; Crisp, O.; Patrick, H. T.; Tilly, R., **Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History**, London and New York: Oxford University Press, pp. 100-128.
- \_\_\_\_\_. (1967d). "Belgium, 1800-1875," in Cameron, R.; Crisp, O.; Patrick, H. T.; Tilly, R., **Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History**, London and New York: Oxford University Press, pp. 129-50.
- CAMERON, R.; CRISP, O.; PATRICK, H. T.; TILLY, R. (1967) **Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History**. London and New York: Oxford University Press.

- CAMERON, R. & FREEDEMAN, C. (1983) “French economic growth: a radical revision,” **Social Science History** 7, 3-30.
- CÁRDENAS, E., OCAMPO, A. THORP, R. (2000). **An Economic History of Twentieth-Century Latin America**, Vol. 3: Industrializations and the State. Palgrave, St Antony’s Series.
- CARVALHO, F. J. C. (1992). **Mr. Keynes and the Post-Keynesians**. Cheltenham: Edward Elgar.
- \_\_\_\_\_. (2005). “Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos acordos da Basiléia” in Sobreira, R. (org.) **Regulação Financeira e Bancária**. Capítulo 6. São Paulo: Ed. Atlas.
- \_\_\_\_\_. (2010). “Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento”. Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 14. Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA.
- CARVALHO, C. E.; TEPASSÊ, A. C. (2010). “O BNB como banco de desenvolvimento e banco de crédito agrícola: desempenho, mudanças, desafios,” **Planejamento e Políticas Públicas**, n. 34, jan/jun.
- CASTRO, L. B. (2006). Financiamento do desenvolvimento: teoria, experiência coreana (1950-80) e reflexões comparativas ao caso brasileiro. Tese de Doutorado apresentada no Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade da UFRRJ.
- \_\_\_\_\_. (2009). Regulação Financeira: Teoria, Acordos de Basiléia e a Experiência Recente do BNDES. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.
- CHANG, H (2003). **Globalization, Economic Development and the Role of the State**. TWN, Zed Books, London and N. York.
- CHECCHETTI, S. ; KHARROUBI, E. (2012). “Reassessing the impact of finance on growth,” BIS Working Papers, no. 381, July. Basileia: BIS. Disponível em: <<<http://www.bis.org/publ/work381.pdf>>>.
- CHLEPNER, B. (1926) **La Banque en Belgique : Etude historique et Economique**. Brussels: Maurice Lamertin.
- COTTENIER, J.; DE BOOSERE, P. & GOUNET, T. (1989). **La Société Générale, 1822-1992**. Bruxelles : Editions EPO.
- COUTINHO, L.; AMBROZIO, A.; SANT’ANNA, A.; MONTORO, G. (2009). “Inclusão Financeira no Brasil: o papel do BNDES,” in: Feltrim, L.; Ventura, E.; Borowski, A. (coord.) **Perspectivas e Desafios para Inclusão Financeira no Brasil: visão de diferentes atores**, Brasília: Banco Central do Brasil.



- CRAFTS, N.; LEYBOURNE, S. & MILLS, T. (1990). "Measurement of trend growth in European industrial output before 1914: methodological issues and new estimates," **Exploitations in Economic History**, 4.
- CROCCO, M. A.; CAVALCANTE, A.; BARRA, C. (2003). "Money and Space: the behaviour of liquidity preference of banks and public in a peripheral country," *Textos para Discussão Cedeplar-UFMG*, n. 196, Cedeplar, Universidade Federal de Minas Gerais.
- CROCCO, M. A.; JAYME JR., F. G. (2006). **Moeda e território: uma interpretação da dinâmica regional brasileira**. Belo Horizonte: Autêntica.
- CROCCO, M. A.; SANTOS, F.; AMARAL, P. (2009). "The spatial structure of the financial development in Brazil," *Textos para Discussão Cedeplar-UFMG*, n. 361, Cedeplar, Universidade Federal de Minas Gerais.
- DAVIDSON, P. (1972). **Money and the Real World**. New York: Wiley.
- \_\_\_\_\_. (1994). **Post Keynesian Macroeconomic Theory**. Cheltenham: Edward Elgar.
- DE BANDT, O.; HARTMANN, P. (2000). "Systemic Risk: A Survey," *ECB Working Paper Series*, n. 35.
- DE VRIES, J. (1994). "The Industrial Revolution and the Industrious Revolution," **Journal of Economic History**, v.54, pp.249-70.
- DEBREU, G. (1959). **The Theory of Value: An axiomatic analysis of economic equilibrium**. New Haven and London: Yale University Press.
- DEMOULIN, R. (1938). **Guillaume I<sup>er</sup> et la transformation économique des Provinces belges, (1815-1830)**. Liège : Bibl. de la Fac. de Philos. et Letters de l'Univ. De Liège.
- DEQUECH, D. (2011). "Financial conventions in Keynes' theory: the stock exchange," **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 33, no. 3, pp. 469-90.
- DIAMOND, W. (1957). **Development Banks**. Baltimore: Johns Hopkins Press, 2nd ed.
- DIMSON, E.; MARSH, P. & STAUTON, M. (2002). **Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns**. Princeton: Princeton University Press, 1st ed.
- DOMAR, E. D. (1946). "Capital Expansion, Rate of Growth and Employment," **Econometrica**, pp. 137-147.
- \_\_\_\_\_. (1957). **Essays in the Theory of Economic Growth**. Oxford University Press.
- DOW, S. C.; FUENTES, C. J. R. (2006) "Um "survey" da literatura de finanças regionais," In: CROCCO, M. A.; JAYME JR., F. G. **Moeda e território: uma interpretação da dinâmica regional brasileira**, Belo Horizonte: Autêntica, 2006. p. 39-75.
- EICHNER, A.; KREGEL, J. (1975). "An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics," **Journal of Economic Literature**, vol. 13(4), pp. 1293-1314, December.

- FALABELLA, P.; MONTEIRO, S. (2009). "A Responsabilidade dos Bancos de Desenvolvimento e das Agências de Fomento com o Crédito Inclusivo," in: Feltrim, L.; Ventura, E.; Borowski, A. (coord.) **Perspectivas e Desafios para Inclusão Financeira no Brasil: visão de diferentes atores**, Brasília: Banco Central do Brasil.
- FELS, R. (1949) "The Long-Wave Depression, 1873-97," **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 31, n. 1 (fev.), pp. 69-73.
- \_\_\_\_\_. (1951) "American Business Cycles, 1865-79," **The American Economic Review**, Vol. 41, n. 3 (jun.), pp. 325-349.
- FERRARI FILHO, F. & CONCEIÇÃO, O. A. C. (2005) "The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics," **Journal of Economic Issues**, Vol. 39, n. 3, setembro.
- FETTER, F. (1967) "A Historical Confusion in Bagehot's Lombard Street," **Economica**, New Series, Vol. 34, No. 133 (Feb., 1967), pp. 80-83
- FOHLIN, C. (2007) **Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power**. New York: Cambridge University Press.
- FRY, M. J. (1995). **Money, Interest and Banking in Economic Development**, London: The John Hopkins University Press, 2ª ed.
- GALBRAITH, J. K. (1954). **The Great Crash 1929**. New York: Houghton Mifflin.
- GALLO, A. (2011). "Comparação do retorno acionário entre empresas que apresentam participação do BNDES nas ofertas públicas de ações realizadas entre 2004 e 2008 na Bovespa," **Revista do BNDES**, v. 35, junho. Rio de Janeiro: BNDES.
- GERSCHENKRON, A. (1962) **Economic backwardness in historical perspective: a book of essays**. Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press, 1st ed.
- GILBERT, A. (1986). "Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away," **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 68 (2), pp. 22-37, fevereiro.
- GOODHART, C.; HARTMANN, P.; LLEWELLYN, D.; ROJAS-SUAREZ, L.; WEISBROD, S. (1998). **Financial Regulation: Why, How and Where Now?** New York: Routledge.
- GORDON, R. (1986). **The American Business Cycle: Continuity and Change**. NBER Books, National Bureau of Economic Research.
- GRAMEEN-JAMEEL (2012). Microfinance. Disponível em: <<<http://www.grameen-jameel.com/microfinance.html>>>.

- GREENWALD, B. C.; STIGLITZ, J. (1986). "Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets," **Quarterly Journal of Economics**, n. 101 (May): 229-64.
- GREENWALD, B.; STIGLITZ, J. (1988). "Pareto Inefficiency of Market Economies: Search and Efficiency Wages Models," **American Economic Review**, 78 (2), pp. 351-5, maio.
- GRÜNBACHER, A. (2004). **Reconstruction and Cold War in Germany: the Kreditanstalt für Wiederaufbau (1948-1961)**. Hampshire: Ashgate Publishing.
- GURLEY, J.; SHAW, E. (1955). "Financial Aspects of Economic Development," **American Economic Review**, Vol. XLV, n° 4, September: 515-538.
- \_\_\_\_\_. (1960). **Money in a Theory of Finance**. Washington: Brookings Institution.
- HALEVI, J. (1998) "The Accumulation Process in Japan and East Asia as Compared with the Role of Germany in European Post-war Growth", mimeo.
- HARLEY, C. K. (1989) "Substitution for prerequisites: endogenous institutions and comparative economic history" in Sylla, R. & Toniolo, G. (ed.) **Patterns of European Industrialization: The Nineteenth Century**, London: Routledge.
- HARROD, R. F. (1939). "An essay in dynamic theory," **The Economic Journal**, v. 49, no. 193, pp. 14-33.
- \_\_\_\_\_. (1948). **Towards a Dynamic Economics**. London: Macmillan.
- HERMANN, J. (2000). "O Modelo de Racionamento de Crédito e a Política Monetária Novo-Keynesiana: Uma Análise Crítica", **Revista de Economia Política**, vol. 20, n. 2 (78).
- \_\_\_\_\_. (2002). "Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990." Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).
- \_\_\_\_\_. (2003) "O Modelo de Liberalização Financeira dos Anos 1990: 'Restatement' ou auto-crítica?" **Revista Nova Economia** (UFMG), vol. 13, n. 2, jul-dez, pp. 137-172.
- \_\_\_\_\_. (2005) "Microcrédito como política de geração de emprego e renda: possibilidades e limites," in: Sicsú, J.; Paula, L. F.; Michel, R. (orgs.) **Novo-Desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social**. Rio de Janeiro: Editora Manole, pp. 271-299.
- \_\_\_\_\_. (2010). "Development Banks in the Financial-Liberalization Era: the case of BNDES in Brazil," **CEPAL Review**, n° 100, April 2010, pp. 189-203.
- \_\_\_\_\_. (2011) "Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento," **Revista de Economia Política**, Vol. 31, n.o 3 (123), Jul-Set.

- HICKS, J. (1937). "Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation," **Econometrica**, Vol. 5, No. 2, abril, pp. 147-159.
- HILFERDING, R. (1981). **Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development**. London: Routledge & Kegan Paul.
- HOFFMAN, C. (1956) "The Depression of the Nineties," **The Journal of Economic History**, Vol. 16, No. 2 (Jun., 1956), pp. 137-164.
- IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND (1998). "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability", in World Economic Outlook, Ch. IV. May. Washington, D.C.
- \_\_\_\_\_. (2012a). "Brazil: Selected Issues Paper," **IMF Country Report** No. 12/192. Washington: IMF.
- \_\_\_\_\_. (2012b). "Brazil: Financial System Stability Assessment," **IMF Country Report No. 12/206**. Washington: IMF.
- INHUDES, A.; BORÇA JR., G.; QUARESMA, P. (2010). "Atuação dos bancos públicos faz Nordeste liderar aumento do crédito no Brasil," **Visão do Desenvolvimento**, n. 86, Rio de Janeiro: BNDES.
- JAYME JR., F. G.; CROCCO, M. (orgs.) (2010). **Bancos Públicos e Desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea.
- KANE, J. (1976). **Development Banking: An Economic Appraisal**. Lexington: Lexington Books.
- KEYNES, J. M. (1929) A Treatise on Money, in **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, Vol. 5-6. London: MacMillan.
- \_\_\_\_\_. (1937a). "Alternative Theories of the Rate of Interest," **The Economic Journal**, Vol. 47, No. 186, junho, pp. 241-252.
- \_\_\_\_\_. (1937b). "The 'Ex-Ante' Theory of the Rate of Interest," **The Economic Journal**, Vol. 47, No. 188, December, pp. 663-669.
- \_\_\_\_\_. (2007) **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Palgrave/MacMillan.
- KINDLEBERGER, C. & ALIBER, R. (2005) **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**. Palgrave Macmillan.
- KREGEL, J. (1980). "Markets and Institutions as Features of a Capitalistic Production System," **Journal of Post Keynesian Economics**, Fall, Vol. 3, nº 1, pp. 32-48.

- LAUREYSSSENS, J. (1985) "Growth of Central Banking: The Société Générale des Pays-Bas and the Impact of the Function of General State Cashier on Belgium's Monetary System (1822-1830)," **Business and Economic History**, Second Series, Volume Fourteen, 1985.
- LEDYARD, J. (1992). "Market Failure," in: Murray, P.; Milgate, M.; Eatwell, J. (eds.) **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance**, London: The Macmillan Press Limited.
- \_\_\_\_\_. (2008). "Market Failure," in: Durlauf, S.; Blume, L. (eds.) *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*. Palgrave Macmillan.
- LEE, S.; PASSELL, P. (1979). **A new economic view of American history**. New York: Norton.
- LEVINE, R. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". **Journal of Economic Literature**, Vol. XXXV, June, pp. 688-726.
- \_\_\_\_\_. (2004) "Finance and Growth: theory and evidence". Paper prepared for the Handbook of Economic Growth. Carlson School of Management, University of Minnesota and the NBER.
- LONG, M. (1992) "Development Banks" in: Murray, P.; Milgate, M.; Eatwell, J. (eds.) **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance**, London: The Macmillan Press Limited.
- LUCAS, R. E. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", **Journal of Monetary Economics**, 22: 3-42.
- MACHADO, L.; PARREIRAS, M.; PEÇANHA, V. (2011). "Avaliação de impacto do uso do Cartão BNDES sobre o emprego nas empresas de menor porte," **Revista BNDES**, 36, pp. 5-42, dez.. Rio de Janeiro: BNDES.
- MALKIEL, B. (1992). "Efficient Market Hypothesis," in: Murray, P.; Milgate, M.; Eatwell, J. (eds.) **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance**, London: The Macmillan Press Limited.
- MALTA, M. M.; CASTELO, R.; ROCHA, M. A. ; BORJA, B.N. ; BIELSCHOWSKY, P. (2010) "A história do Pensamento Econômico brasileiro entre 1964-1989: um método para discussão," Anais XV Encontro Nacional de Economia Política. São Luis do Maranhão: SEP.
- MARTINS, L. (1976). **Pouvoir et Développement Économique: Formation et Évolution des Structures Politiques au Brésil**. Paris : Editions Anthropos.
- MCKINNON, R. (1973) **Money and Capital in Economic Development**. Brookings Institution.

- MEIER, G. M.; SEERS, D. (1984) **Pioneers in Development**. New York: Oxford University Press.
- MELLO, M. T. (2002). “Defesa da Concorrência,” in: Kupfer, D.; Hasenclever, L. (orgs.) **Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- MICHIE, R. (2003). “Banks and securities markets, 1870-1914,” in: Forsyth, D.; Verdier, D. (eds.), **The Origins of National Financial Systems: Alexander Gerschenkron Reconsidered**, Routledge, pp. 43-63.
- MINDS – MULTIDISCIPLINARY INSTITUTE FOR DEVELOPMENT AND STRATEGIES (2012). Finance for Development: Financial System and Its Functionality for Development – A Case Study of Brazil and India Focusing on Finance for Innovation and the Role of Development Banks, Pillar 1 Report, *mimeo*.
- MINSKY, H. P. (1960). “Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy,” Research Studies Prepared For The Commission On Money And Credit, Research Study Two. Hyman P. Minsky Archive, paper 232. Disponível em: <<[http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/232](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/232)>>.
- \_\_\_\_\_. (1982). “The Financial Fragility Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory” in Minsky, H. P. **Can it Happen Again? Essays on Stability and Finance**. New York: M. E. Sharpe, Inc, pp. 59-70.
- \_\_\_\_\_. (1986). **Stabilizing An Unstable Economy**. Yale University Press.
- \_\_\_\_\_. (1992). “The Financial Instability Hypothesis,” The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper no. 74.
- MITCHENER, K.; WEIDENMIER, M. (2007). “The Baring Crisis and the Great Latin American Meltdown of the 1890s,” NBER Working Papers 13403, National Bureau of Economic Research.
- MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L.; OREIRO, J. L.; MONTANI MARTINS, N. (2013). “Convention, Interest Rates and Monetary Policy: a post-Keynesian- French-conventions-school approach,” **European Journal of Economics and Economic Policies Intervention**, *forthcoming*.
- MODIGLIANI, F. (1944) “Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money”, **Econometrica**, v. 12, n. 1, jan., pp. 45-88.
- MOLHO, L. (1986). “Interest Rates, Saving, and Investment in Developing Countries: A Re-examination of the McKinnon-Shaw Hypotheses,” **IMF Staff Papers**, 33, pp. 90-116.

- MUSSON, A. (1959). "The Great Depression in Britain, 1873-1896: A Reappraisal," **The Journal of Economic History**, Vol. 19, No. 2, junho, pp. 199-228.
- NERI, M.; MEDRADO, A. (2005). Experimentando Microcrédito: Uma Análise do Impacto do CrediAmigo sobre acesso a crédito. Rio de Janeiro: Escola de Pós-graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas.
- NERI, M. (coord.) (2008). **Microcrédito, Dinâmica Empresarial e Mudança de Classe: O Impacto do CrediAmigo**. Rio de Janeiro: FGV/IBRE, CPS.
- NOYES, A. (1984) "The Banks and the Panic of 1893," **Political Science Quarterly**, Vol. 9, No. 1 (Mar., 1894), pp. 12-30.
- O'BRIEN, P. & KEYDER, C. (1978) **Economic growth in Britain and France, 1780-1914: Two paths to the twentieth century**. G. Allen & Unwin (London and Boston).
- OHLIN, B. (1937a) "Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investments I". **The Economic Journal**, Vol. 47, No. 185, março.
- \_\_\_\_\_. (1937b) "Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investments II". **The Economic Journal**, Vol. 47, No. 186, junho.
- OHLIN, B.; ROBERTSON, D.; HAWTREY, R. (1937). "Alternative Theories of the Rate of Interest: Three Rejoinders," **The Economic Journal**, Vol. 47, No. 187, setembro, pp. 423-443
- PARKER, W. N. (1984) **Europe, America and the Wider World**. Cambridge University Press.
- PAULA, L. F. (2011). **Financial liberalization and economic performance: Brazil at the crossroads**. London; New York: Routledge.
- PENA, A. D. (2001). "Principles of Development Banking", in ADFIAP-IDF (Association of Development Financing Institutions in Asia and the Pacific - Institute of Development Finance), **Principles and Practices of Development Banking**. Manila, Philippines: ADFIAP-IDF, Vol. II, pp. 9-46.
- POSSAS, M. L. (1987). **A Dinâmica da Economia Capitalista: uma Abordagem Teórica**. São Paulo, SP: Brasiliense.
- \_\_\_\_\_. (2002). "Concorrência Schumpeteriana," in: Kupfer, D.; Hasenclever, L. (orgs.) **Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- REZNECK, S. (1953) "Unemployment, Unrest, and Relief in the United States during the Depression of 1893-97," **Journal of Political Economy**, Vol. 61, No. 4 (Aug., 1953), pp. 324-345.

- ROBINSON, J. (1952). "The Generalization of the General Theory", in: **The Rate of Interest and Other Essays**, London: MacMillan.
- ROCKOFF, H. (1974). "The Free Banking Era: A Reexamination," **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 6, No. 2, maio, pp. 141-167.
- ROSS, S. (1994). "Finance" in Newman, P.; Milgate, M. and Eatwel, J. (orgs.) **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance**, vol. 3. London, MacMillan Press, pp. 26-41.
- ROTHBARD, M. (1962). **The Panic of 1819: Reactions and Policies**. New York: Columbia University Press.
- ROTHSCHILD, M.; STIGLITZ, J. (1976). "Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information," **Quarterly Journal of Economics**, November, Vol. 90 (4), pp. 629-49.
- ROUSSEAU, P. (2002) "Jacksonian Monetary Policy, Specie Flows, and the Panic of 1837," **The Journal of Economic History**, Vol. 62, No. 2 (June 2002).
- SANT'ANNA, A.; BORÇA JR., G.; ARAÚJO, P. (2009). "Bancos públicos sustentam crédito bancário no Brasil," **Visão do Desenvolvimento**, n. 63, Rio de Janeiro: BNDES.
- SCHUMPETER, J. A. (1981) **History of Economic Analysis**. Routledge, 12ª ed..
- \_\_\_\_\_. (2008). **The Theory of Economic Development: An inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle**. Cambridge: Harvard University Press.
- SHAW, E. S. (1973) **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University.
- SNOWDON, B.; VANE, H. R. (2005) **Modern Macroeconomics: its Origins, Development and Current State**, Cheltenham: Edward Elgar.
- SOBREIRA, R. & MONTANI MARTINS, N. (2011) "Os Acordos de Basiléia e bancos de desenvolvimento no Brasil: uma avaliação do BNDES e do BNB," **Revista de Administração Pública**, vol.45, n.2, pp. 349-376.
- SOLOW, R. M. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth," **The Quarterly Journal of Economics**, pp. 65-94.
- \_\_\_\_\_. (1957). "Technical Change and the Aggregate Production Function," **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 39, No. 3, agosto, pp. 312-320.
- STERN, N. (1989). "The Economics of Development: A Survey," **Economics Journal**, 29 (397), setembro, pp. 597-685.
- STEVENS, A. (1984) "Analysis of the Phenomena of the Panic in the United States in 1893," **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 8, No. 2 (Jan., 1894), pp. 117-148.



- STIGLITZ, J. (1989) "Financial Markets and Development," **Oxford Review of Economic Policy**, 5 (4).
- \_\_\_\_\_. (1994). "The Role of the State in Financial Markets". Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993.
- \_\_\_\_\_. (1998). "The Private Uses of Public Interests: Incentives and Institutions," **Journal of Economic Perspectives**, 12(2), pp. 3-22.
- STIGLITZ, J.; WEISS, A. (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," **American Economic Review**, 71, June, pp. 353-376.
- STUDART, R. (1995). **Investment Finance in Economic Development**. London and New York: Routledge.
- SYLLA, R. & TONIOLO, G. (1989). "Introduction: patterns of European industrialization during the nineteenth century" in Sylla, R. & Toniolo, G. (ed.) **Patterns of European Industrialization: The Nineteenth Century**, London: Routledge.
- SYLLA, R. (1972). "The United States, 1863-1913," in: Cameron, R. (ed.) **Banking and Economic Development**, New York: Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_. (1989). "The Role of Banks" in Sylla, R. & Toniolo, G. (ed.) **Patterns of European Industrialization: The Nineteenth Century**, London: Routledge.
- \_\_\_\_\_. (2002). "Financial Systems and Economic Modernization," **The Journal of Economic History**, Vol. 62 (2), junho, pp. 277-292.
- TAVARES, M. C.; MELO, H.; CAPUTO, A. C.; COSTA, G. M.; ARAÚJO, V. L. (2010). **Memórias do Desenvolvimento**. Ano 4, nº 4. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento.
- TEMIN, P. (1969). **The Jacksonian Economy**. New York: WW Norton.
- TILLY, R. (1967). "Germany, 1815-1870," in Cameron, R.; Crisp, O.; Patrick, H. T.; Tilly, R., **Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History**, London and New York: Oxford University Press, pp. 15-59.
- TOLIPAN, R. (1988). A ironia na história do pensamento econômico. Tese de professor titular da FEA/UFRJ, mimeo.
- TORRES FILHO, E. T. (2007). "Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES," in: Pinheiro, A. C.; Oliveira Filho, L. C. (orgs.) **Mercado de Capitais e Bancos Públicos: Análise e Experiências Comparadas**. Rio de Janeiro: Contracapa Livraria, ANBID.

- \_\_\_\_\_. (2009). “Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES,” in: Ferreira, M.; Meirelles, B. (orgs.) **Ensaio sobre Economia Financeira**, Rio de Janeiro: BNDES.
- TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. (2012). **O Elo Perdido – O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas**. São Paulo: IEDI e Instituto Talento Brasil.
- TULLOCK, G.; SELDON, A.; BRADY, G. (2002). **Government Failure: A Primer in Public Choice**. Washington: Cato Institute.
- UN-DESA – UNITED NATIONS, DEPARTMENT OF ECONOMIC AND SOCIAL AFFAIRS (2005a). **Rethinking the Role of National Development Banks**. New York: UN-DESA.
- \_\_\_\_\_. (2005b). **World Economic and Social Survey 2005: Financing for Development**. New York: UN-DESA.
- \_\_\_\_\_. (2012). “The Continuing Relevance of Development Banks,” UNCTAD Policy Brief, n. 04, abril.
- VITTAS, D. (ed.) (1978). **Banking Systems Abroad: the role of large deposit banks in the financial systems of Germany, France, Italy, the Netherlands, Switzerland, Sweden, Japan and the United States**. London: Inter-Bank Research Organisation.
- VON MISES, L. (1977). **A Critique of Interventionism**, Auburn: Ludwig von Mises Institute.
- WILLIAMSON, O. (1975). **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. Nova York: The Free Press.
- WILKINS, M. (1989). **The History of Foreign Investment in the United States to 1914**. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- WOO-CUMINGS, M. (1999). **The Developmental State**. Cornell University Press.
- YEYATI, E., MICCO, A. & PANIZZA, U. (2004). “Should the Government be in the banking Business? The role of State-Owned and Development Banks,” Working Paper 517, Inter-American Development Bank (IDB), Research Department.
- YUNUS, M. (2003). **Banker to the Poor: Micro-Lending and the Battle Against World Poverty**. Public Affairs.
- ZAMAGNI, V. (1998). **The Economic History of Italy 1860-1990: Recovery after Decline**. New York: Oxford University Press.
- ZYSMAN, J. (1983). **Governments, Markets and Growth**. London: Cornell University Press.