



Textos para Discussão 009 | 2012

Discussion Paper 009 | 2012

Sistemas Financeiros, Funcionalidade e Desenvolvimento Econômico: A Experiência do Governo Lula (2003-2010)

[Financial Systems, Functionality and Economic Development: the Brazilian experience during Lula's term (2003-2010)]

Norberto Montani Martins

Pesquisador do Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistema Financeiro

[Researcher of the Money and Financial System Study Group]

Instituto de Economia UFRJ

[Institute of Economics, Federal University of Rio de Janeiro]

Bolsista do Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento

[Scholar of the International Celso Furtado Center for Development Policies]

This paper can be downloaded without charge from <http://www.ie.ufrj.br/>

Sistemas Financeiros, Funcionalidade e Desenvolvimento Econômico: A Experiência do Governo Lula (2003-2010)*

December, 2012

Norberto Montani Martins

Pesquisador do Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistema Financeiro

Instituto de Economia UFRJ

Bolsista do Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento

Abstract

The present paper aims at analyzing the functionality of the Brazilian financial system (BFS) to economic development during Lula's term (2003-2010). More specifically, we assess the way a set of indicators evolved over time regarding: (i) the channeling of resources from the BFS to the real economy; (ii) the degree of financial fragility, measured from a macroeconomic perspective. The empirical evidence provided indicates a huge growth of resources channeled to productive uses whereas the degree of financial fragility increased, but in a moderated and controlled manner. Therefore we conclude that the BFS' functionality to economic development has increased in the 2003-10 period. However, the lack of long-term funding supply remains a bottleneck to the BFS, limiting the expansion of investments and, consequently, Brazilian economic development.

Keywords: Development Financing, Financial Systems, Functionality, Brazil, Lula's term.

JEL Classification: G100, G200, N200, O160

* Uma versão anterior deste trabalho foi apresentada no 39º Encontro Nacional de Economia da ANPEC. O autor agradece aos comentários de Caroline Teixeira Jorge, assumindo, contudo, a responsabilidade integral pelas opiniões expressas neste artigo. Ainda, cabe ressaltar que estas opiniões não refletem necessariamente a visão das instituições com as quais o autor está vinculado.

[A preliminary version of this paper was presented at the 39th Brazilian Economics Meeting – ANPEC, in 2011. Views and opinions expressed in this paper are from my own. I gratefully acknowledge the comments provided by Caroline Teixeira Jorge, exempting her from any remaining errors and responsibilities for the final version of this paper].

Resumo

O presente trabalho tem por objetivo geral analisar de que modo evoluiu a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico durante o governo Lula (2003-2010). De modo mais específico, o artigo busca analisar indicadores que revelem o modo pelo qual evoluiu: (i) a canalização de recursos do SFB para o processo produtivo; e (ii) a fragilidade financeira do SFB e da economia brasileira, em nível macroeconômico. A evidência empírica apresentada ao longo do artigo indicou uma substancial expansão da disponibilização de recursos financeiros para o processo produtivo enquanto que a fragilidade financeira se expandiu, mas de forma moderada e controlada. Portanto, afirmamos que a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro ao desenvolvimento econômico se ampliou no período 2003-10. Contudo, a oferta de fundos de longo prazo é ainda um gargalo do SFB, limitando a expansão do investimento agregado e, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico brasileiro.

Keywords: Financiamento do Desenvolvimento, Sistemas Financeiros, Funcionalidade, Brasil, Governo Lula.

JEL Classification: G100, G200, N200, O160

1 Introdução

O financiamento como apoio à atividade econômica tem papel fundamental na estratégia de desenvolvimento de um país. Em especial, é necessário que o sistema financeiro provenha recursos para levar a cabo os investimentos necessários à uma trajetória sustentada de crescimento da economia, que permita ampliar e modernizar o parque produtivo, bem como ampliar as possibilidades de consumo e melhorar o padrão de vida das famílias. Dessa forma, o sistema financeiro opera como um catalisador do processo de desenvolvimento econômico. Essa função, contudo, depende do volume e dos termos em que esses recursos são disponibilizados, da definição de um marco regulatório adequado, capaz de responder aos riscos que a atividade financeira engendra, e de políticas financeiras comprometidas com o crescimento e o desenvolvimento do país.

Sob uma perspectiva histórica, pode-se afirmar que os sistemas financeiros estiveram umbilicalmente ligados ao desenvolvimento econômico desde a época da Revolução Industrial, onde tiveram papel central na substituição de determinadas condições e instituições presentes na Grã-Bretanha, mas ausentes em países de relativo atraso, como, por exemplo, Bélgica e Alemanha (Gerschenkron, 1962). Este papel se tornou ainda mais relevante no pós-Guerra, quando diversas nações foram incluídas na arena internacional e o *gap* de desenvolvimento entre países avançados e atrasados se ampliou substancialmente, exigindo respostas que pudessem preencher estes gargalos e promover o desenvolvimento industrial e econômico destas nações. Também neste período, se ampliou o peso do setor financeiro nas estratégias de crescimento das economias centrais – processo este que se estende e intensifica até os dias atuais.

Entretanto, a história também nos mostra que a influência dos sistemas financeiros sobre o desenvolvimento pode não ser unicamente positiva. Um sem número de crises financeiras, menos ou mais graves, influenciaram negativamente o processo de desenvolvimento de diferentes nações em diferentes períodos, mais ou menos longos, de tempo, sobretudo após a década de 1980, em paralelo à consolidação do processo de liberalização e desregulamentação financeiras. Neste sentido, a crise financeira internacional iniciada em 2008 pode ser tomada como um exemplo claro dos efeitos deletérios que o sistema financeiro pode ter sobre o crescimento e o desenvolvimento das economias.

Disso se conclui que, se por um lado os sistemas financeiros podem ser importantes motores do processo de desenvolvimento, por outro, podem também estancar este processo. Esta constatação nos mostra que está longe de ser óbvia a forma pela qual os sistemas financeiros podem favorecer o desenvolvimento econômico.

A partir de uma perspectiva teórica pós Keynesiana, algumas condições necessárias para que o sistema financeiro funcione de modo funcional (em apoio) ao desenvolvimento econômico podem ser delimitadas. Como definido por Carvalho (2010: 9, grifos meus):

“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.”

Em outras palavras, um sistema financeiro opera de modo funcional ao desenvolvimento econômico caso expanda a oferta e utilização de recursos sem que, contudo, se verifique uma substancial elevação da fragilidade financeira¹ que possa interromper o processo de crescimento por razões meramente financeiras (Stuart, 1995: 64).

No Brasil, o sistema financeiro se manteve estagnado durante boa parte das décadas de 1980 e 1990, ainda que tenha havido períodos em que apresentasse um modesto crescimento ou em que se verificassem espasmos, diluídos, contudo, num pequeno espaço de tempo. Na década de 1980, este comportamento foi resultado em grande parte do ambiente de extrema incerteza e de aversão ao risco, frutos da combinação da alta inflação, elevada dívida pública de curto prazo e da restrição externa vigente à época.

¹ Segundo Minsky (1982), o processo de expansão dos recursos disponibilizados pelo sistema financeiro ao público estaria associado, em maior ou menor grau, à uma ampliação do grau de fragilidade financeira ao qual o sistema econômico estaria exposto. Esta expansão da fragilidade financeira, contudo, pode ser compatível com o crescimento deste sistema econômico, sem gerar maiores conseqüências negativas, leia-se crises financeiras, que possam interromper este processo. Ao mesmo tempo, caso esta expansão seja demasiado intensa, pode engendrar crises financeiras que transbordem para o “lado real” desta economia, interrompendo o processo de crescimento econômico antes iniciado “por razões meramente financeiras”.

Na década seguinte, o plano Real permitiu a estabilização de preços a partir de 1994, mas a implementação de políticas de liberalização financeira custaram um significativo aumento da vulnerabilidade externa, mantendo, portanto, o quadro de incerteza e a conseqüente estagnação do mercado financeiro no Brasil (Hermann *et alli*, 2005). Neste período, pode-se afirmar sem ressalvas que o sistema financeiro brasileiro (SFB) foi desfuncional ao desenvolvimento econômico do país, mas esta condição refletia, basicamente, o quadro de estagnação econômica vivido pela economia brasileira.

Com o início do governo Lula em 2003 e, sobretudo, a partir de 2004, o SFB passou a apresentar uma trajetória de crescimento mais sustentável, iniciando o ciclo de crédito mais próspero na história contemporânea brasileira, bem como uma inédita expansão dos segmentos primário e secundário do mercado de capitais (BNDES, 2008-9). Este comportamento reflete, por um lado, uma progressiva melhora do ambiente macroeconômico (interno e externo), que elevou a demanda por recursos das empresas – devido à aceleração dos investimentos e da atividade econômica – e da propensão a se endividar das famílias – devido à expansão da renda e do emprego. Por outro lado, houve a criação de novos mecanismos institucionais, como o crédito consignado e as listagens diferenciadas em níveis de governança corporativa, e a ampliação da importância de mecanismos já existentes, como o crédito direcionado e a proteção ao investidor minoritário, que se refletiram positivamente neste quadro.

Uma desaceleração da expansão destes mercados se deu inevitavelmente perante a crise financeira internacional de 2008-09, mas ainda assim pôde-se constatar uma melhora significativa durante o governo Lula: a relação crédito PIB dobrou entre 2003 e 2010, assim como o volume capitalizado no mercado de ações; as emissões primárias de títulos de dívida privados e de ações mais que triplicaram, quando se leva em conta a média dos anos Lula em relação ao início de seu governo.

Estes dados, simploriamente apresentados, apontam para o aprofundamento do SFB. Eles parecem também nos dar uma pista favorável à tese de que o SFB passou a apoiar mais intensamente o desenvolvimento econômico no período referido, tendo sua funcionalidade se ampliado entre os anos de 2003 e 2010.

Neste contexto, o presente trabalho tem por objetivo geral analisar de que modo evoluiu a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento econômico

durante o governo Lula, isto é, entre 2003 e 2010. Para tal, se conduz uma análise empírica de indicadores do SFB, a partir de indicadores que tomam como referência o conceito pós-Keynesiano de funcionalidade do sistema financeiro. De modo mais específico, o artigo busca analisar indicadores que revelem o modo pelo qual evoluiu: (i) a canalização de recursos do SFB para o lado “real” da economia, ou seja, em outras palavras, a disponibilização de recursos financeiros para o processo produtivo; e (ii) a fragilidade financeira do SFB e da economia brasileira, em nível macroeconômico. Busca-se, assim, a partir destes dois grupos de indicadores, responder à seguinte questão: A funcionalidade do SFB para o desenvolvimento econômico brasileiro se ampliou durante os anos do governo Lula?

Para atingir os objetivos vislumbrados, contaremos com mais três seções além desta introdução. A seção 2 trata de uma breve discussão sobre o papel dos sistemas financeiros no desenvolvimento econômico. A seção 3, por sua vez, busca analisar as evidências empíricas acerca dos indicadores de oferta de recursos e de fragilidade financeira, tendo como referência o caso brasileiro no período 2003-2010 – não sem antes discutir alguns aspectos metodológicos relativos à tradução empírica do conceito empregado. Por fim, a seção 4 tem caráter conclusivo, amarrando as principais idéias expostas no artigo e respondendo à pergunta formulada no parágrafo anterior.

2. Sistemas Financeiros, Funcionalidade e Desenvolvimento Econômico

A relação entre sistemas financeiros e desenvolvimento econômico é extremamente complexa, marcada, em diferentes nações e durante diferentes períodos, tanto por episódios em que o sistema financeiro atuou promovendo efetivamente a atividade econômica e investimentos, suscitando a aceleração do crescimento e do desenvolvimento econômico, como por episódios onde crises de origens eminentemente financeiras levaram a um colapso da atividade econômica, recessões e, por conseguinte, estancaram os processos de desenvolvimento econômico².

Sob esta perspectiva histórica, a relação positiva entre desenvolvimento dos sistemas financeiros e desenvolvimento econômico data da época em que ocorreu a Revolução Industrial³. Neste período, o florescimento dos sistemas financeiros contribuiu para catalisar o processo de industrialização das nações centrais, especialmente da Grã-Bretanha, promovendo a monetização destas economias e também provendo o capital de giro necessário para as firmas menores tocarem seus processos de expansão (Cameron *et alli*, 1967: Cap. II).

Mas, mais que isso, nos países de relativo atraso econômico, como, por exemplo, Bélgica e Alemanha, os sistemas financeiros atuaram como substitutos de determinadas condições e instituições presentes na Grã-Bretanha, mas ausentes nestas nações (Gerschenkron, 1962; Cameron *et alli*, 1967: Cap. VI; Sylla & Toniollo, 1989; Allen *et alli*, 2010). As condições de atraso econômico colocadas por Gerschenkron (1962: 14, grifos meus) envolviam uma gama ampla de fatores:

“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

² Vale notar que o desenvolvimento econômico não envolve somente a criação de riqueza e o crescimento econômico, mas também está relacionado a mudanças estruturais que possivelmente venham a ocorrer em paralelo aos primeiros processos (mudanças na estrutura produtiva, inovações, mudanças sociais, etc).

³ Segundo Crafts *et alli* (1990) a Revolução Industrial teria início no final do século XVIII, se desenrolando até meados do século XIX.

branches of relatively high ratios of capital to output. To these should be added the *scarcity of entrepreneurial talent* in the backward country.”

Este quadro demandava, em primeiro lugar, uma quantidade significativa de recursos para levar a cabo os investimentos necessários à superação desta condição (especialmente em função da “*pressure for bigness*”). Em segundo lugar, demandava uma capacidade de coordenação e mobilização destes recursos significativamente superior à capacidade de geração interna de fundos das firmas⁴. Além disso, o atraso econômico demandava também a criação de certas condições, por assim dizer, empresariais que transcendiam o mero financiamento do investimento.

Os sistemas financeiros foram fundamentais para responder a este conjunto de demandas à medida que atuaram como “planners, entrepreneurs, financiers and often managers” (Diamond, 1957: 26), constituindo também freqüentemente, fortes laços com os Estados nacionais. Notadamente, Bélgica, Alemanha, Áustria, Itália, Japão e, em menor medida, França contaram, ao longo do século XIX, com sistemas financeiros ativos no processo de *catching up* em relação ao desenvolvimento industrial pioneiro da Grã-Bretanha (Diamond, 1957; Cameron *et alli*, 1967).

Quadro semelhante pode ser observado em outro período histórico, no pós 2ª Guerra Mundial, quando um novo *round* de industrialização e desenvolvimento tomou lugar. No imediato pós-Guerra, as condições colocadas por Gerschenkron se intensificaram substancialmente: o *gap* entre as nações avançadas e atrasadas se transformou num *abismo*, o que ampliava ainda mais a necessidade de investimentos e a necessidade de mobilização de recursos correspondente, bem como das condições empresariais mencionadas. Neste contexto, a necessidade de atuação das instituições componentes dos sistemas financeiros como “substitutos institucionais” dos mercados se tornou ainda mais urgente.

⁴ Vale notar que na Grã-Bretanha o processo de industrialização ocorreu de forma gradual, em paralelo ao aumento do tamanho das firmas e dos investimentos, condições estas que permitiram que a industrialização inglesa fosse tocada principalmente pela acumulação de recursos dentro das firmas (Diamond, 1957: 19-22). Por isso, o papel delineado para o sistema financeiro britânico é muito mais do que de catalisador do desenvolvimento bretão do que de *leading sector* da industrialização da ilha.

De fato, o período entre as décadas de 1950 e 1970 pode ser caracterizado como uma época onde os sistemas financeiros apoiaram diretamente o desenvolvimento nos países considerados atrasados (*late developing countries*), processo este, contudo, pautado por uma forte participação do Estado⁵. A intervenção estatal se manifestava em várias esferas e surgiu a partir de uma série de opções de políticas específicas: a regulamentação das atividades do sistema financeiro, moldadas inicialmente em países desenvolvidos como resposta à Grande Depressão e posteriormente a nível internacional no pós Guerra; políticas de direcionamento de crédito; o estabelecimento de bancos públicos e de desenvolvimento; etc. (Shaw, 1973; McKinnon, 1973; Zysman, 1983)⁶. Países como Brasil, Chile, Argentina, Coréia do Sul, Indonésia, Taiwan, ou seja, principalmente a América Latina e a Ásia, tiveram seus processos de *catching-up* marcados por este padrão.

Em síntese, nos últimos parágrafos buscou-se mostrar que, a partir de uma perspectiva histórica, fica clara a relevância dos sistemas financeiros no processo de desenvolvimento econômico, contrarrestando a visão de alguns autores (Meiers & Seers, 1984; Lucas, 1988)⁷. Os sistemas financeiros assumiram o papel de responder às demandas geradas pelo atraso econômico, de modo a substituir os fatores presentes nos países avançados e orientar a industrialização e o desenvolvimento das economias atrasadas. Nas nações centrais, por sua vez, a capacidade endógena de geração de recursos para financiar o processo de desenvolvimento fez com que os sistemas financeiros se desenvolvessem a reboque do lado real das economias, porém não sem condicionar a operação deste último⁸. Em outras palavras, os sistemas financeiros

⁵ Como aponta Harley (1989), quanto maior o grau de atraso econômico, mais relevante é o apelo a hierarquias que possam “substituir” o mercado na condução do processo de desenvolvimento econômico.

⁶ Vale notar que a visão expressa nos trabalhos de Shaw (1973) e McKinnon (1973) sobre o papel do sistema financeiro e política financeira difere da visão empregada no presente artigo, como ficará mais claro abaixo. Contudo, os dois autores realizam uma ampla descrição das medidas institucionais adotadas pelos Estados de diferentes nações em vistas à caracterizar a “repressão financeira”, o que os fazem uma referência relevante nesta parte da análise. Zysman (1983), por sua vez, centra sua análise nos países centrais, tendo como principal referência os casos francês, inglês e alemão e tratando de forma mais tímida os casos americano e japonês.

⁷ Levine (2004) apresenta esta discussão com mais rigor.

⁸ Cabe aqui observar que o que se convencionou chamar processo de financeirização muda um pouco a lógica desta afirmativa. A financeirização, em poucas palavras, representa um aumento progressivo do peso do setor financeiro nas decisões econômicas das economias centrais, com desdobramentos tanto

surgem como uma clara *resposta* aos *desafios* suscitados pelo processo de desenvolvimento.

Contudo, assim como podem ser benéficos ao desenvolvimento, os sistemas financeiros também podem ser um empecilho. Por um lado, o sistema financeiro pode se tornar um gargalo impeditivo do financiamento da atividade econômica e dos investimentos, à medida que concentre toda a riqueza monetária girada dentro de suas engrenagens na circulação financeira sem vazamentos para a circulação industrial. Nos termos de Keynes (1929), na circulação financeira a moeda assume papel de um ativo, uma alternativa, segura, à manutenção da riqueza desta economia, enquanto na circulação industrial a moeda tem por função primordial “girar” a renda – leia-se a demanda por bens e serviços – criada em determinado período. O mencionado vazamento da circulação financeira para industrial diz respeito a uma realocação desta moeda ativo, ou mesmo da criação de novos recursos monetários (e.g., por meio do crédito), para uso produtivo, gerando renda e emprego (Carvalho, 1992). É justamente este processo que pode não se verificar. Por exemplo, pode-se afirmar que esta característica era compartilhada pelos *late developing countries* ao longo de boa parte do século XX, sendo o momento em que o Estado passou a intervir de forma mais intensa sobre o processo de desenvolvimento econômico nas décadas de 1950-70 um interregno desta situação. Esta característica vale mesmo no século XIX, também para diversos países cujo florescimento do sistema financeiro ainda não havia tomado forma; mesmo a França, nação considerada relativamente avançada, pode ser utilizada como exemplo desta situação (Cameron *et alli*, 1967).

Por outro lado, onde o sistema financeiro não é um gargalo ao financiamento, o próprio *modus operandi* do mesmo pode, potencialmente, dar origem a crises financeiras profundas. Como já argumentado anteriormente em nota, o processo de expansão dos recursos disponibilizados pelo sistema financeiro ao público estaria associado à uma ampliação do grau de fragilidade financeira, entendida como o comprometimento de determinada parcela da renda com o pagamento de serviços financeiros. Conforme esse

macro como microeconômicos sob a operação destas economias. Este processo marca o condicionamento da atividade econômica e do desenvolvimento econômico pelas decisões financeiras e, de modo geral, pelo comportamento deste setor. Sobre o tema, ver Palley (2007), Stockhammer (2004; 2007) e Bruno *et alli* (2012).

grau se eleva, mais frágeis as posições financeiras dos agentes. Em determinado ponto crítico, a fragilidade criada pode engendrar crises financeiras que transbordem para o “lado real” desta economia.

Neste sentido, 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, em diferentes períodos de tempo, mais ou menos prolongados. A grande crise de 1929 é candidata natural a exemplo de como problemas financeiros podem desencadear um colapso da economia (Galbraith, 2009). O mesmo vale para a recente crise financeira internacional de 2008-9 (REP, 2009). Devemos, contudo, levar em conta também as inúmeras crises de origem financeira menores, que já assolaram o capitalismo mundial. Ou seja, crises financeiras são eventos relativamente frequentes, como mostrado por Kindleberger e Aliber (2005).

Vale notar, ainda, que a relação entre sistemas financeiros e desenvolvimento se torna particularmente atribulada a partir do final da década de 1970. Este período marca o início de uma reestruturação dos laços que os Estados tinham com os sistemas financeiros e, conseqüentemente, dos laços que os sistemas financeiros tinham com o desenvolvimento econômico. O processo de liberalização financeira substituiu a mão visível do Estado pela mão invisível do mercado na condução dos sistemas financeiros e do desenvolvimento econômico, o que foi extremamente danoso para este último processo: a época de ouro do capitalismo experienciada nas décadas de 1950-70 deu lugar a uma época onde sucessivas crises, comumente de origem financeira, prejudicaram o desenvolvimento sustentável das nações, tanto centrais quanto subdesenvolvidas, as quais foram especialmente afetadas.

Ou seja, o que a história também nos mostra é que os sistemas financeiros podem *endogenamente* estancar as trajetórias de crescimento⁹. Disso se conclui que, se por um lado os sistemas financeiros podem ser importantes motores do processo de

⁹ Esta tendência é traduzida teoricamente na hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1982), analisada de forma mais rigorosa abaixo e na próxima seção. Por ora, cabe destacar que para o autor a expansão do sistema econômico seria inevitavelmente associada à uma expansão do endividamento dos agentes, que tenderiam a assumir posições cada vez mais frágeis do ponto de vista financeiro – isto é, comprometendo parcelas cada vez maiores da renda com o pagamento de serviços financeiros –, o que poderia, potencialmente, engendrar as mencionadas crises financeiras.

desenvolvimento, por outro, podem também ser extremamente deletérios a este processo. Esta constatação nos leva novamente ao ponto de partida: a complexidade da relação entre sistemas financeiros e desenvolvimento econômico. Isto é, esta perspectiva histórica, brevemente desenrolada acima, ilustra que está longe de ser óbvia a forma pela qual os sistemas financeiros podem favorecer o desenvolvimento econômico.

Esta complexidade é dissolvida e ganha nexos quando passamos do campo da visão, alimentado pela perspectiva histórica realizada, para o campo da análise. Com a definição de hipóteses explicativas, princípios, postulados, conceitos, relações entre estes conceitos e métodos de lidar com estas relações (Schumpeter, 1981: 12-3), tenta-se esclarecer os modos pelos quais os sistemas financeiros se relacionam com o desenvolvimento econômico. Neste escopo, as teorias de Keynes e pós Keynesiana oferecem um instrumental para entender de que forma os sistemas financeiros podem operar de modo funcional (em apoio) ao desenvolvimento, considerando a evolução, cada vez mais complexa, das relações financeiras ao longo do tempo¹⁰.

Dentro do arcabouço teórico pós Keynesiano, a ponte chave que conecta o desenvolvimento econômico com o sistema financeiro é o investimento (ainda que o consumo possa e deva ser considerado um caminho auxiliar neste processo)¹¹. Em outras palavras, é na decisão de investir que se situa a principal ligação entre o sistema financeiro e o desenvolvimento, materializada no problema do financiamento do investimento.

Nesta discussão, as motivações para levar a cabo as decisões de investimento ficam em segundo plano. Porém, é importante situar que a opção por investir é condicionada diretamente pelo otimismo/pessimismo das expectativas dos empresários em relação ao futuro, formuladas num ambiente permeado por incerteza¹², e do grau de confiança que

10 Outras abordagens teóricas tratam do tema, porém não serão alvo de análise no presente artigo. Sugere-se consultar Levine (2004), que realiza uma sistematização destas abordagens, e Hermann (2011) que apresenta elementos importantes desta discussão, com o viés contido de uma discussão sobre bancos públicos e de desenvolvimento.

11 Grosso modo, um longo e sustentado processo de crescimento do consumo pode ter influência positiva sobre as variáveis que os empresários utilizam como insumo na determinação da decisão de investir (variáveis estas que serão definidas em seguida), gerando um montante de investimentos maior.

12 Sobre o conceito de incerteza ver Carvalho (1992: Cap. 4) e Dequech (2011).

os mesmos depositam nestas expectativas (Keynes, 2007: Capítulos 11 e 12). Além disso, deve-se considerar o duplo caráter de tais expectativas, por um lado conjuntural e, por outro, estrutural, transfigurado no *animal spirits* do empresário¹³. Esse conjunto de elementos é que, em última instância, definirão o montante de gastos em investimento desta economia. Neste contexto, a questão do financiamento surge como uma condicionante do processo de investimento.

A decisão por investir que origina o montante de investimentos exige, necessariamente e em primeiro lugar, o desembolso de uma soma monetária correspondente, o que, por sua vez, desencadeia uma demanda por moeda, chamada por Keynes (1937) de demanda por moeda derivada do motivo “financeiro” (*finance*). Esta demanda de moeda se situa temporalmente no intervalo entre o planejamento e a execução do investimento planejado (*ibidem*: 663), sendo tal moeda necessária para efetuar a compra dos bens que constituem o investimento. Neste sentido, a natureza desta demanda por moeda não estaria desconectada da natureza da demanda por moeda derivada do motivo transação, cabendo observar apenas a relativa autonomia da decisão de investir em relação à renda (Carvalho, 2012). O que é importante notar é que, diferente do que se estabelece na teoria dos fundos emprestáveis (Ohlin, 1937a; 1937b), contra a qual Keynes dialoga, esta parcela da demanda por moeda não precisa ser associada à poupança da economia em questão. Em outros termos, o *finance* é uma demanda por *moeda* e não por poupança.

Avançando em relação ao proposto inicialmente pelo autor neste ponto, poderíamos afirmar que a demanda por moeda derivada do motivo financeiro pode ser satisfeita de diversas maneiras, tanto com recursos próprios, como lucros acumulados, ou de terceiros, constituintes do estoque da riqueza monetária dos demais agentes ou “novos”, a serem criados pelo sistema financeiro, e.g., pelos bancos. Como coloca Carvalho (2012: 9):

13 Numa economia monetária, marcada pela presença de incerteza, seria característico da natureza humana que “a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than mathematical expectations.” (Keynes, 2007: 161). Isto ocorreria devido à precariedade da base de informações a que os agentes têm acesso neste ambiente econômico. Em tal contexto, o *animal spirits*, cujo grau seria variado de agente a agente, estaria associado a: “spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by qualitative probabilities.” (*ibidem*).

“The finance motive to demand money may be satisfied by a number of sources: retained profits accumulated as bank deposits, bank loans and overdrafts, placement of securities, etc, because there could be some idle liquidity in many points of monetary circulation.”

Tal ponto conecta a provisão do *finance* diretamente às preferências das instituições financeiras no que concerne à liquidez, conectando, portanto, o sistema financeiro à viabilização do processo de investimento. Os bancos, neste sentido, têm papel central: “The aggregate supply of finance is mainly determined by the banks’ willingness to actively create deposits and credit.” (De Paula e Hermann, 2011: 4). Ou seja, a viabilização deste estágio do processo de investimento depende das decisões de permanecerem “menos líquidos” dos bancos e demais agentes, liquidez esta a ser restaurada conforme o processo de investimento se desenrole.

Como vimos acima, contudo, os bancos e o sistema financeiro não são os únicos canais provedores de *finance*¹⁴. Como observa Keynes (1937: 664), o investidor:

“Occasionally [...] may be in a position to use his own resources [...] but this make no difference to the amount of ‘finance’ which has to be found by the market as a whole, but only to the channel through which it reaches the entrepreneur and to the probability that some part of it may be found by the release of cash on the part of himself or the rest of the public.”

Neste sentido, mantém-se válida a conexão direta entre o sistema financeiro e a provisão de *finance* delineada acima. Contudo, tal conexão abre a porta para um segundo desdobramento do processo de financiamento do investimento, chamado por Keynes (1937) de *funding*. A renda gerada pelo investimento realizado, por meio do multiplicador, demora tempo para retornar ao investidor (Carvalho, 1996). Suas

¹⁴ Como apontado por Hermann (2011: 5), Kregel (1986) observa que “o *funding* não é, necessariamente, uma etapa de financiamento posterior ao *finance*, já que o investimento pode ser financiado, diretamente, pela emissão de títulos ou dívidas de longo prazo. Este caso, porém, é menos comum que a combinação sugerida por Keynes.”

obrigações financeiras (derivadas do *finance*), por sua vez, são contratadas no momento imediato em que realiza o investimento. Tal situação cria, assim, um potencial descasamento entre o fluxo esperado de recebimento de renda, que leva tempo para ser gerada pelo novo investimento, e a despesa financeira contratada, tanto em termos de tamanho, quanto de maturidade. Cabe ao agente, então, “to find the appropriated combination of own resources and third-party resources, in order to make compatible the maturity and the size of the liabilities with the maturity and the expected return (size) of investments.” (De Paula e Hermann, 2011: 3). O *funding* dos investimentos, portanto, consiste no que Keynes (1937: 664) apontou como: “a long-term issue on satisfactory conditions.” Esta emissão de longo prazo, seria absorvida pelo sistema financeiro à medida em que o multiplicador opera e uma “nova” renda e riqueza são criadas e canalizadas para a circulação financeira sob forma de demanda por estes títulos de longo prazo. Fica assim estabelecida uma nova e mais larga ponte entre o sistema financeiro e o processo de investimento.

Desse modo, podemos inferir que um sistema financeiro teria dois principais canais para influenciar positivamente e viabilizar as decisões de investimento: via provisão de *finance* e *funding*. Esta característica coloca ao sistema financeiro, portanto, duas funções essenciais: a primeira, seria “oferecer recursos inversíveis às empresas no volume necessário e nos termos condizentes com a natureza dos riscos que os investimentos planejados representem.” (Carvalho, 2010: 12); enquanto a segunda diz respeito à criação de “ativos financeiros com os perfis de retorno e risco demandados pelos agentes privados para que estes possam acumular riqueza” (*ibidem*: 9). Caso o sistema financeiro operasse de modo a cumprir satisfatoriamente tais funções, o mesmo poderia ser dito funcional ao processo de investimento que guiará o crescimento e desenvolvimento econômicos de determinada economia.

O não cumprimento destas funções, contudo, gera dois tipos de situação, já esboçadas acima: a primeira, onde o sistema financeiro é insuficiente na primeira função, criando um gargalo impeditivo do financiamento da atividade econômica e do investimento; a segunda, onde a segunda função é cumprida de forma insatisfatória, onde se cria uma elevada fragilidade financeira que pode estancar o processo de crescimento por razões meramente financeiras.

Atendo-se a esta segunda situação, devemos observar que, no processo de investimento e provisão de *finance* e *funding*, os agentes econômicos necessariamente aceitam tomar posições menos líquidas, refletindo uma percepção menos aguda acerca da incerteza. Como colocado por Minsky (1982: 219) “[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”. Logo, 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, *grosso modo*, cresce a parcela de dívidas sobre a renda e o passivo da economia, comprometendo a riqueza da própria com o pagamento de obrigações, suscitando uma ampliação do grau de fragilidade financeira ao qual esta economia estaria exposta. Este processo é endógeno à operação dos sistemas financeiros, em função da incerteza que condiciona as decisões econômicas. Em tal contexto, “funding has an important role to mitigate the increase of the financial fragility typical of monetary economies in its process of growth” (De Paula e Hermann, 2011: 6), pois permite o realinhamento do potencial descasamento entre o montante e maturidade dos fluxos esperados de renda e despesa dos agentes.

O não cumprimento da “segunda” função dos sistemas financeiros, portanto, pode levar a uma expansão significativa da fragilidade financeira, de modo que a mera frustração das expectativas poderia engendrar uma crise financeira. A frustração das expectativas poderia acarretar igual frustração do recebimento de rendas e, portanto, da capacidade e possibilidade de pagamento das obrigações contratadas. Neste caso, existiriam três possibilidades: a contratação de novas dívidas, o que reforçaria a fragilidade 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; 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, a elevação da fragilidade financeira pode ser associada à uma piora na percepção dos agentes acerca da incerteza, ainda que isto se verifique somente de maneira potencial.

A condição de funcionalidade do sistema financeiro pode ser redefinida em outros termos, considerando a questão da fragilidade financeira como uma manifestação da capacidade que o sistema financeiro possui em prover *funding*. Como define Studart (1995: 64):

“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.”

Ou seja, na definição de Studart, o conceito de funcionalidade envolve tanto uma dimensão relacionada à expansão da utilização e da criação de recursos como uma dimensão ligada à elevação da fragilidade financeira. Serão estas duas dimensões que serão as guias para a investigação empírica a ser realizada na próxima seção.

Antes de prosseguirmos a esta investigação, no entanto, cabe destacar que a opção de centrar a análise empírica nestas duas dimensões não implica uma rejeição da primeira definição do conceito de funcionalidade apresentada, se justificando pelas características dos dados disponíveis. Na realidade, é importante que tenhamos claro que as duas formas de apresentar o conceito de funcionalidade exploradas são essencialmente equivalentes, embora sigam caminhos distintos. Ainda, a conjunção das duas definições permite derivar uma terceira que as englobe, de tal forma que: um sistema financeiro pode ser dito funcional ao desenvolvimento econômico se consegue disponibilizar recursos financeiros que sustentem o processo produtivo e o consumo, e, sobretudo, a realização de investimentos, no montante e nos termos apropriados; isso envolve, necessariamente, a criação de ativos financeiros cujo perfil de retorno e risco atenda às demandas dos agentes privados, para que estes possam acumular riqueza sob forma não-monetária, provisionando o *funding* necessário aos investimentos e diluindo a fragilidade financeira criada.

3. Sistema Financeiro Brasileiro, Funcionalidade e Desenvolvimento Econômico: Os Anos Lula (2003-2010)

A análise empírica acerca da funcionalidade dos sistemas financeiros é um tema novo na literatura econômica pós Keynesiana, ainda que o conceito de funcionalidade possua algum grau de difusão entre autores afiliados a esta corrente de pensamento. Existe, portanto, uma espécie de *gap* na literatura pós Keynesiana, justificada pela dificuldade de materialização do conceito em elementos empíricos, como será ilustrado abaixo.

Como vimos, o conceito de *funcionalidade* envolve duas dimensões fundamentais: (i) volume ou, em outras palavras, a utilização dos recursos; (ii) fragilidade financeira. Pode-se expandir a utilização dos recursos em paralelo a uma severa elevação da fragilidade financeira – o que aconteceu ao longo da década de 2000 nos Estados Unidos é um exemplo claro, tendo este processo desembocado na crise financeira de 2008-9 –, bem como se pode estar numa situação onde a expansão da utilização dos recursos é extremamente limitada e o sistema financeiro se situa num grau confortável de fragilidade – podemos inserir aqui o caso brasileiro, como sugerem De Paula e Hermann (2011). Em qual dos dois casos o sistema financeiro foi mais funcional?

Esta, aparentemente simples, pergunta traz a tona uma série de questões. Em primeiro lugar, é extremamente difícil avaliar qual o peso de cada dimensão no diagnóstico final. Em segundo lugar, o conceito de *funcionalidade* de sistemas financeiros revela-se uma questão de grau e não uma medida absoluta, o que dificulta sua “mensuração” propriamente dita (e ainda mais sua comparação). Em terceiro lugar, pode-se afirmar que este conceito se limita a determinados período e local: a diferença entre as conjunturas onde a operação do sistema financeiro se insere ao longo do tempo é significativa, bem como a heterogeneidade dos agentes, instituições, arranjos institucionais e políticas financeiras vigentes que se situam no *locus* dos sistemas financeiros de cada país.

Cabe aqui ressaltar que esta última questão não impede certos tipos de generalizações, agregando sistemas financeiros com estruturas mais ou menos semelhantes em grupos, como propõe por Zysman (1983) em seus *market-based* ou *credit-based systems*. Contudo, quando confrontamos os diferentes resultados da literatura que opta por esta segmentação, ou temos uma situação inconclusiva, ou aponta-se explicitamente que

pode se atingir qualquer resultado, positivo ou negativo, independentemente do grupo no qual esteja situado o sistema financeiro em questão¹⁵.

Além disso, existe uma dificuldade significativa em mensurar a fragilidade financeira (Levy Institute, 2011: Chapter 3; Tymoigne, 2011). Tymoigne (2010) apresenta uma espécie de *survey* da literatura sobre o tema, e ressalta as dificuldades de se construir e avaliar algum indicador deste tipo do ponto de vista macroeconômico: “aggregate variables only give a first clue about what is going on within an economy or a sector. If some indicators behave suspiciously, it is critical to look at data more carefully at the sectorial level” (Tymoigne, 2010: 17). Tal fato restringe o escopo das análises sobre o conceito de funcionalidade, fazendo com que a literatura existente sobre a relação entre sistemas financeiros e desenvolvimento econômico se situe forte e unicamente na primeira dimensão do conceito, qual seja a provisão dos recursos¹⁶.

Por fim, esta carência geral de análises empíricas sobre **funcionalidade** se amplia significativamente quando tratamos da economia brasileira. Embora Studart (1995 e 1996) seja uma referência no tratamento teórico do tema, a análise empírica apresentada pelo autor se mostra insuficiente. BNDES (2008-9) e Carvalho (2010) se aproximam do tema, sem, contudo, oferecer indicadores de funcionalidade propriamente dita, e De Paula e Hermann (2011) fazem um primeiro esforço num tratamento mais empirista do conceito, porém de caráter ainda restrito. Assim sendo, o presente trabalho representa um esforço sobre a análise do tema para a economia brasileira, onde buscamos analisar uma série de indicadores significativamente mais ampla que os trabalhos anteriores, de modo a envolver as duas dimensões envoltas no conceito de funcionalidade.

O período que se tomou por referência foi o Governo Lula, que compreende os anos de 2003 a 2010. Tal como mencionado na introdução, este período é marcado por uma progressiva melhora do ambiente macroeconômico – a despeito da crise financeira internacional, cujos efeitos se fizeram sentir essencialmente no ano de 2009. A aceleração da atividade econômica, a manutenção da inflação, de certo modo, sob

¹⁵ Além disso, este tipo de análise comumente carece de uma avaliação paralela acerca da fragilidade financeira sob a qual cada sistema está sujeito – normalmente o que se faz é apontar benefícios e malefícios de se optar por cada tipo de sistema do ponto de vista da utilização da expansão e utilização dos recursos.

¹⁶ Ver Levine (2004).

controle, a queda da taxa de juros real, dentre outros indicadores, implicaram um ambiente mais propício à expansão do Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) e de sua *funcionalidade*.

Os indicadores a serem analisados, por sua vez, serão divididos em dois grupos. O primeiro grupo, referente à primeira dimensão do conceito de funcionalidade, contemplará os indicadores acerca da disponibilização e utilização de recursos pelo SFB no período mencionado. Já o segundo grupo, referente à segunda dimensão, contemplará os indicadores de fragilidade financeira. A compatibilização da análise de cada grupo de indicadores de modo a concluir algo acerca da funcionalidade do SFB no governo Lula será deixada para a seção seguinte, à guisa de conclusão.

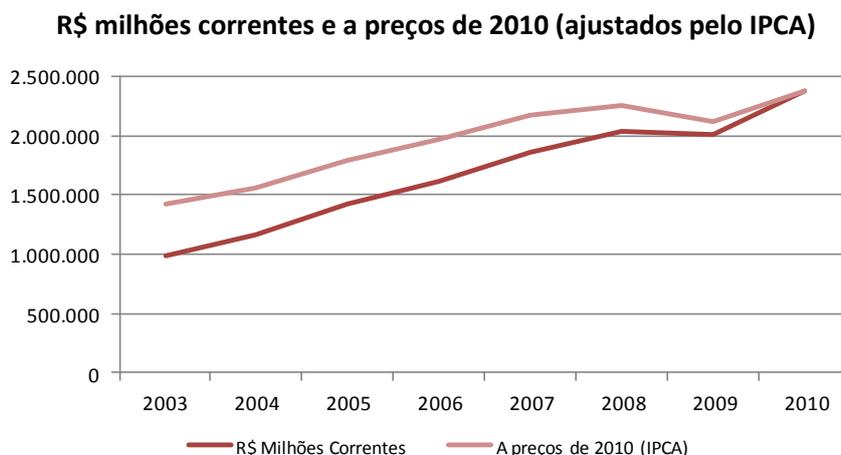
3.1. Primeira Dimensão: Expansão e Utilização dos Recursos no SFB

Como indicado na introdução, os anos do governo Lula foram marcados por uma fase de inédita expansão do Sistema Financeiro Brasileiro (SFB). Por um lado, verificou-se o ciclo de crédito mais próspero da história contemporânea brasileira, enquanto por outro, o mercado de capitais apresentou volumes igualmente inéditos de emissão de títulos, tanto de dívida como de propriedade.

O Gráfico 1 ilustra a evolução dos recursos movimentados pelo SFB entre 2003 e 2010, apurados a partir do somatório das concessões de crédito do setor privado (operações de crédito com recursos livres referenciais para taxa de juros), desembolsos do sistema BNDES e emissões primárias e secundárias (iniciais e subseqüentes) de títulos e valores mobiliários¹⁷. Esta conta representa o fluxo de recursos gerado no SFB, cujo destino final foi o setor não-financeiro da economia brasileira – ou seja, é uma medida do fluxo de recursos canalizados pela circulação financeira à industrial.

¹⁷ Esta conta é subestimada devido à indisponibilidade de determinados dados, em especial, de dados do mercado de crédito. Neste, a conta omite os valores concedidos aos financiamentos habitacionais e rurais com recursos direcionados, bem como financiamentos de *leasing* e com recursos externos, pois o BCB-DEPEC não os torna públicos. Para o mercado de capitais a conta é satisfatória, tendo como referência os dados da CVM.

Gráfico 1: Recursos Movimentados pelo Sistema Financeiro Brasileiro 2003-2010

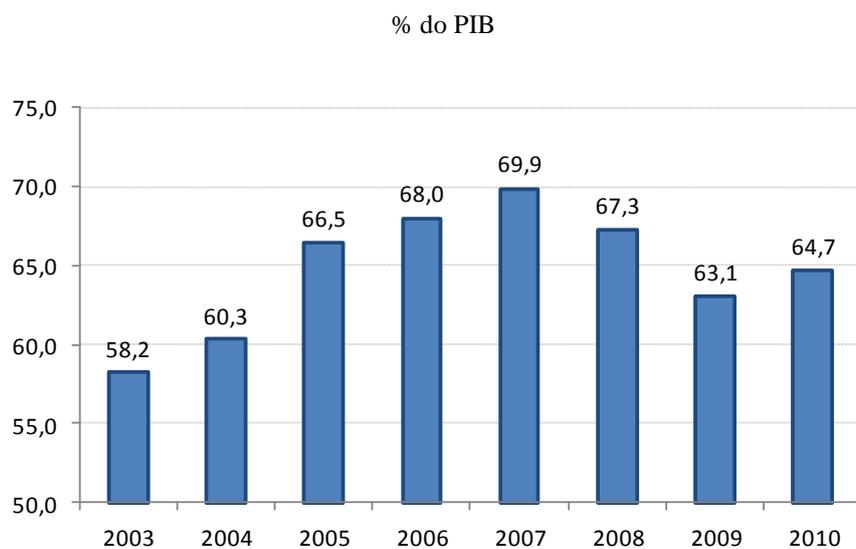


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB, CVM e BNDES.

Cabe aqui observar que esta conta diz respeito ao fluxo bruto de recursos que foi originado pelo sistema financeiro e não ao fluxo líquido. Isto significa que parte destes recursos voltou ao sistema financeiro sob a forma de pagamentos de juros, principal e serviços financeiros. Estes recursos saíram de um patamar de R\$ 1,0 trilhões em 2003 (ou R\$ 1,5 trilhões, a preços constantes de 2010) para R\$ 2,4 trilhões em 2010 – um crescimento de 140,3% em termos nominais e 67,6% em termos reais.

Em termos de percentagem do PIB, estes recursos movimentados atingiram a parcela de 69,9% em 2007, ante 58,2% em 2003 (um crescimento de mais de 10 pontos percentuais em quatro anos), tendo se reduzido em função da crise financeira de 2008, mas já retomado uma trajetória de expansão em 2010 (Gráfico 2). Isso indica que o SFB passou a ter maior peso na geração de riqueza da sociedade brasileira. Se levarmos em conta que parte destes recursos é utilizada no consumo intermediário das empresas e considerarmos o valor total da produção como base de comparação, esta cifra cai substancialmente, mas continua apresentando comportamento semelhante: salta de 34,1% em 2003 para 40,2% em 2007, começando a apresentar uma queda em 2008, quando atinge 38,4% (dados do produto para 2009 e 2010 ainda estão indisponíveis) – a Tabela 1 ilustra estes dados.

Gráfico 2: Recursos Movimentados pelo Sistema Financeiro Brasileiro 2003-2010



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB, CVM e BNDES.

Tabela 1: Recursos Movimentados pelo Sistema Financeiro Brasileiro 2003-2010

R\$ Milhões e % PIB

Data	SFB (R\$ milhões)			Total	PIB (R\$ milhões)	Produto (R\$ milhões)	Total SFB/PIB (%)	Total SFB/Produto ⁴ (%)
	Dívidas Crédito ¹	Títulos ²	Títulos de Propr. ³					
2003	976.535	10.100	2.904	989.539	1.699.948	2.990.673	58,2	33,1
2004	1.141.191	18.735	11.136	1.171.062	1.941.498	3.429.629	60,3	34,1
2005	1.354.854	55.350	17.218	1.427.423	2.147.239	3.782.864	66,5	37,7
2006	1.481.075	90.361	39.779	1.611.215	2.369.484	4.118.114	68,0	39,1
2007	1.685.402	73.327	100.708	1.859.437	2.661.344	4.624.012	69,9	40,2
2008	1.895.727	85.316	59.157	2.040.200	3.031.864	5.308.622	67,3	38,4
2009	1.915.524	37.615	55.439	2.008.578	3.185.125	n.d.	63,1	n.d.
2010	2.180.899	40.852	155.838	2.377.589	3.674.964	n.d.	64,7	n.d.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB, BNDES, CVM e IBGE.

1. Inclui concessões de crédito (referencial para taxa de juros) com recursos livres e desembolsos do Sistema BNDES.

2. Inclui: Debêntures; Notas Promissórias; Certificado de Recebíveis Imobiliários; Quotas de FIDC, FIC-FIDC e FIDC-NP; Quotas de Fundo Imobiliário; Título de Investimento Coletivo; Certificado Audiovisual; Quotas de Funcine e Certificado a Termo Energia Elétrica.

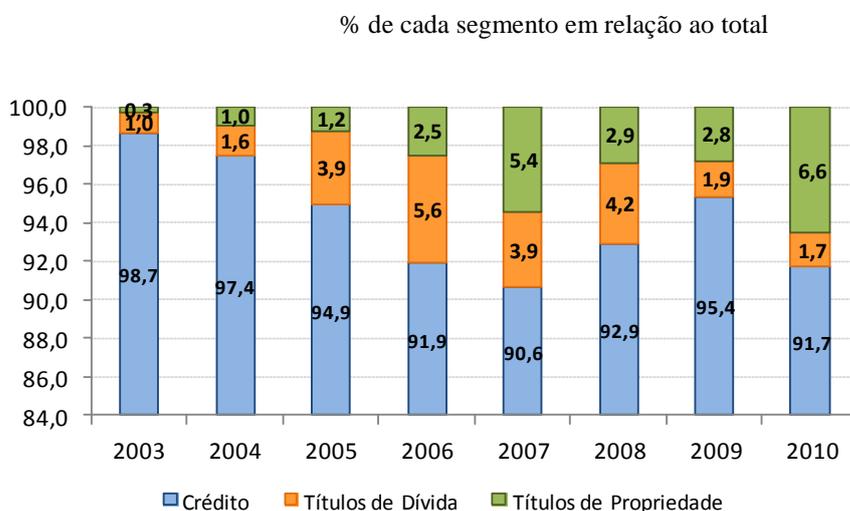
3. Inclui: Ações; Certificados de Depósitos em Ações; Quotas de FIP e FIC-FIP e Quotas de FMIEE.

4. Produto = PIB + Consumo Intermediário.

Esta expansão do SFB se apoiou basicamente na expansão do crédito. Nesta afirmativa não há nada de surpreendente, já que o SFB pode ser historicamente classificado como um sistema financeiro baseado em bancos, ou *credit-based system* segundo tipologia de Zysman (1983). Por sua vez, o peso do mercado de capitais da estrutura do SFB continua extremamente modesto, mesmo que, após franca expansão, este segmento

tenha comprimido em alguns pontos percentuais a participação do mercado de crédito¹⁸. Como pode ser observado no Gráfico 3, as concessões de crédito representaram sistematicamente mais de 90% dos recursos movimentados pelo SFB no período. O mercado de capitais chega a ter uma participação de 9,4% do total em 2007¹⁹, mas a crise financeira prejudica fortemente este mercado entre 2008 e 2010 (como veremos abaixo, tal fato está relacionado ao elevado grau de fragilidade financeira relacionado à vulnerabilidade externa apresentado pelo perfil de expansão deste segmento no período)²⁰.

Gráfico 3: Recursos Movimentados pelo Sistema Financeiro Brasileiro 2003-2010



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB, CVM e BNDES

Este perfil de expansão do SFB traz o foco da análise para o segmento de crédito. Nele, o volume de concessões se ampliou 123,3% ao longo de todo o período (2003-2010) em termos nominais e 55,8% em termos reais. Esta expansão teve mais ímpeto nos créditos direcionados pelo BNDES: os desembolsos se elevaram 402,2% em termos nominais e 250,4%, em termos reais entre 2003 e 2010. No entanto, predominaram as operações

¹⁸ Deve-se notar que esta situação se agrava se levarmos em conta que, como ressaltado anteriormente, os dados do mercado de crédito estão subestimados, enquanto os do mercado de capitais não.

¹⁹ Deve-se considerar que em 2010, o 6,6% apresentado no Gráfico 3 para a emissão de ações (e semelhantes) inclui a mega emissão da Petrobras. Descontando este valor, o percentual recua para 1,5%.

²⁰ Uma análise desta situação do mercado de capitais é desenvolvida em BNDES (2008-9). Ver também De Mello e Garcia (2011).

com recursos livres e, dentro destas, as operações com empresas (pessoas jurídicas), cuja modalidade principal é o capital de giro – ainda que o peso das operações com pessoas físicas tenha se elevado 3,9 p.p. entre 2003 e 2010, resultado de um comportamento mais dinâmico deste segmento. Os recursos direcionados, providos pelo BNDES, tiveram participação tímida nas novas concessões até 2007 – cerca de 3,5% –, quando então começam a ganhar peso, atingindo 7,7 do mercado em 2010 (Tabela 2).

Infelizmente as estatísticas do Banco Central do Brasil não oferecem um desmembramento das linhas de crédito com recursos livres por controle de capital dos bancos, de onde poderíamos separar o papel de bancos públicos e privados neste processo (reiteramos que os dados analisados aqui dizem respeito ao fluxo de crédito e não ao estoque). Entretanto, podemos olhar para as características do crédito livre a fim de avaliar como evoluiu sua qualidade, medida pelos prazos e taxas a partir das quais os empréstimos foram cedidos.

Tabela 2: Concessões e Desembolsos do Mercado de Crédito Brasileiro 2003-2010

Crédito com recursos livres e direcionados

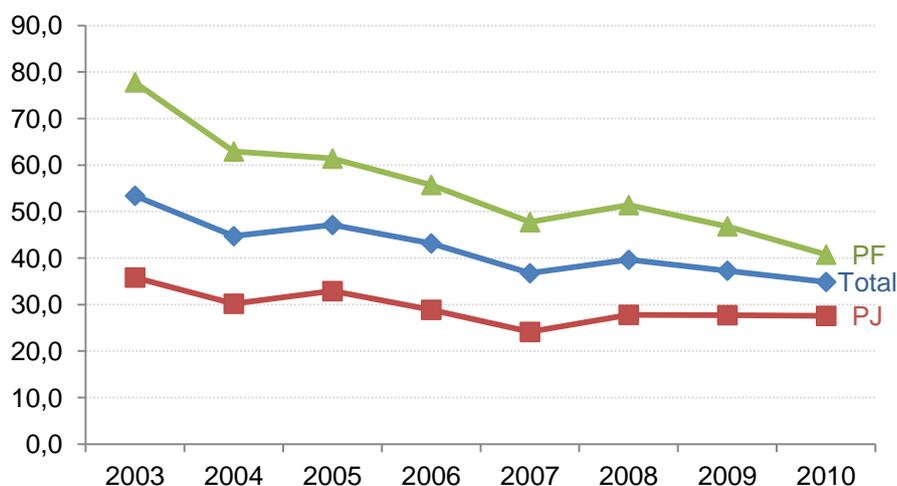
	Volume (R\$ Bilhões)					Participação (%)					Variação Anual (%)				
	Crédito Livre			BN-	Total	Crédito Livre			BN-	Total	Crédito Livre			BN-	Total
	Total	PJ	PF	DES	Total	Total	PJ	PF	DES	Total	Total	PJ	PF	DES	Total
2003	943	624	319	34	977	96,6	63,9	32,7	3,4	100,0	12,1	10,6	15,1	-10,4	11,2
2004	1.101	729	372	40	1.141	96,5	63,9	32,6	3,5	100,0	16,8	16,9	16,6	18,8	16,9
2005	1.308	857	451	47	1.355	96,5	63,3	33,3	3,5	100,0	18,8	17,5	21,2	17,9	18,7
2006	1.430	931	499	51	1.481	96,5	62,9	33,7	3,5	100,0	9,3	8,6	10,7	9,2	9,3
2007	1.621	1.054	567	65	1.685	96,1	62,5	33,6	3,9	100,0	13,3	13,2	13,6	26,5	13,8
2008	1.805	1.202	603	91	1.896	95,2	63,4	31,8	4,8	100,0	11,4	14,0	6,4	40,0	12,5
2009	1.779	1.123	656	136	1.916	92,9	58,6	34,3	7,1	100,0	-1,4	-6,6	8,8	50,0	1,0
2010	2.012	1.214	799	168	2.181	92,3	55,7	36,6	7,7	100,0	13,1	8,1	21,7	23,5	13,9

Fonte: BCB e BNDES.

As taxas médias dos empréstimos caíram substancialmente durante o governo Lula: são 13 pontos percentuais de diferença entre as taxas cobradas em 2003 e as cobradas em 2010 (Gráfico 4). No mesmo período, a taxa básica de juros (Selic), se reduziu em 13,6 p.p.. Este comportamento é um dos catalisadores da expansão do crédito, pois impacta direta e positivamente a demanda por crédito, sobretudo, das empresas (Montani Martins & Ferraz, 2011: 3-6). Todavia, esta situação não se reflete diretamente na queda dos *spreads*, que se retraem apenas 5,9 p.p. no período. Isto indica um incentivo também do lado da oferta: *grosso modo*, emprestar ao setor não-financeiro se tornou

mais lucrativo do que o empréstimo de reservas no interbancário e do que o carregamento de títulos públicos (considerando a Selic como indexador) ao longo do período, já que a diferença de remuneração dos empréstimos e da Selic se ampliou de 8,5 p.p. no início do período para 14,3 p.p. em 2010 (tendo atingido 17,3 p.p. em 2009), a despeito da melhora das condições macroeconômicas (conforme Silva *et alli* (2007), as variáveis macroeconômicas são extremamente relevantes para determinar o *spread* bancário no Brasil).

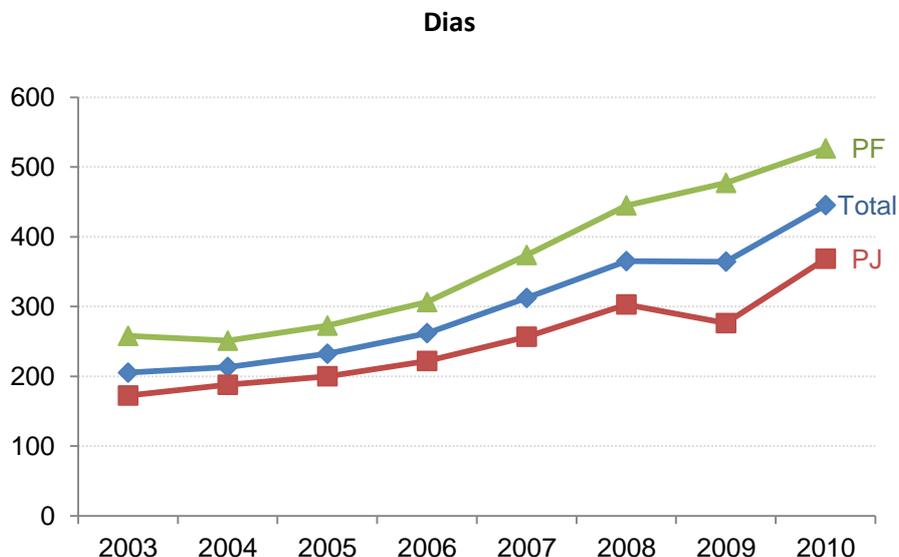
Gráfico 4: Taxa Média de Juros dos Créditos Livres (Referenciais para taxa de juros) 2003-2010
% a.a.



Fonte: BCB.

Mais relevante que o comportamento das taxas de juros, no entanto, é ressaltar que ao longo de todo o período (exceto entre 2008 e 2009), o prazo médio das operações de crédito com recursos livres se expandiu. Contudo, este prazo esteve situado num patamar inferior a um ano na maior parte do período analisado, especialmente quando consideramos o crédito a pessoa jurídica, que representa a maior parcela do mercado. Nesse caso, o prazo médio destas operações só atinge o patamar de um ano em 2010 (Gráfico 5). A melhora é significativa em relação a 2003, já que o prazo dobrou no período, mas indica e reforça o caráter curto prazista do mercado de crédito brasileiro já percebido em outros trabalhos (BNDES, 2008-9; Carvalho, 2010; De Paula & Hermann, 2011; De Mello & Garcia, 2011). A situação é melhor no segmento de pessoa física, mas mesmo assim, o prazo médio dos empréstimos não encosta continua, em 2010, inferior a um ano e seis meses.

Gráfico 5: Prazo Médio dos Créditos Livres (Referenciais para taxa de juros) 2003-2010



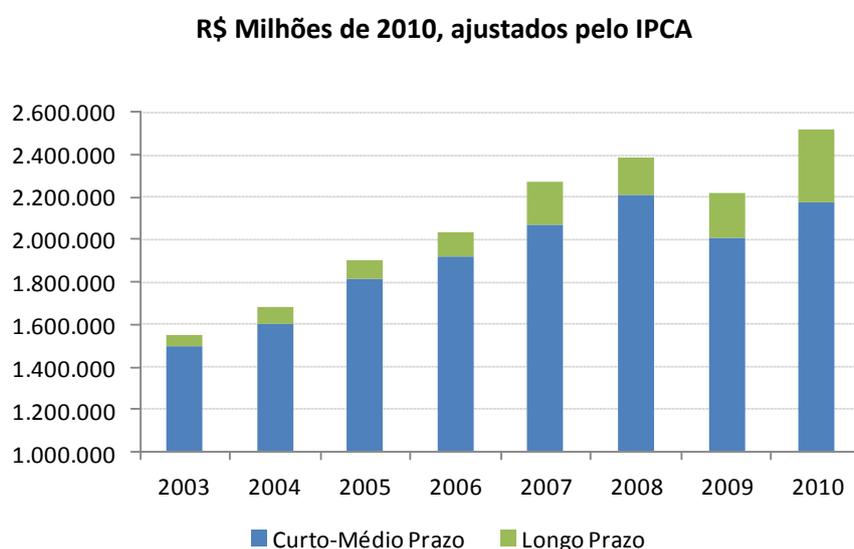
Fonte: BCB.

Este indicador permite que tiremos uma conclusão importante sobre o padrão de expansão do SFB que condicionou o crescimento econômico brasileiro no período. Ser baseado num mercado de crédito essencialmente curto prazista, ainda que tal perfil tenha melhorado, é um limitante da provisão de recursos de longo prazo. Deixando a análise específica do mercado de crédito de lado e voltando a análise do SFB como um todo, podemos afirmar que o SFB passou a atuar com certo desempenho na provisão do *finance* do financiamento ao consumo, mas ainda é insuficiente no fechamento do circuito *finance-funding* (situação que se agrava ainda mais quanto tomamos o *funding* diretamente), fundamental para a ampliação sustentada do investimento²¹.

²¹ É importante, contudo, qualificar esta ampliação da provisão de *finance*. O aprofundamento verificado neste segmento não implica necessariamente que não haja um problema de financiamento de curto prazo no Brasil, mas tão somente que houve uma melhora significativa neste tema. Há ainda uma situação onde vigoram elevadas taxas de aplicação, ou seja, o custo do crédito é elevadíssimo, e *spreads* – especialmente se compararmos a situação brasileira a seus pares estrangeiros. Sobre o tema, ver BNDES (2008-9) e De Paula e Oreiro (2007).

Considerando as concessões de crédito e as emissões de títulos de dívida²² essencialmente como recursos de curto-médio prazo e as emissões de ações e os desembolsos do BDNES como recursos cujo destino é o longo prazo, o Gráfico 6 ilustra a afirmativa realizada no parágrafo anterior. O mesmo comportamento se dá quando comparamos os recursos de longo prazo em relação ao PIB. Enxergamos mais uma vez o quadro desenhado: é também baixa a parcela deste montante em relação ao PIB. Esta cifra gira em torno de uma média de 4,3% no período 2003-2010, desconsiderando a mega emissão da Petrobras realizada neste último ano.

Gráfico 6: Recursos Movimentados no SFB por Perfil de Vencimento 2003-2010



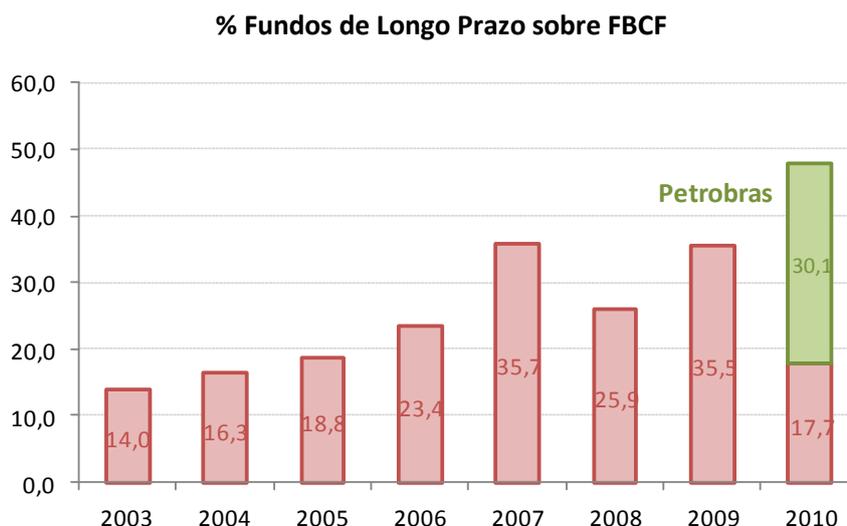
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB, CVM e BNDDES.

Não se pode negar, contudo, que tanto o volume quanto a parcela destes recursos sobre o PIB cresceu significativamente no período. A preços de 2010, ajustados pelo IPCA, o volume sai de um patamar de cerca de R\$ 80,0 bilhões em 2003 para R\$ 345,0 bilhões em 2010 (ou R\$ 205,0 se desconsideramos a Petrobras). O mesmo vale para a evolução sobre o PIB: saltamos de uma cifra em torno de 2,0% para 8,8% (5,5%) no mesmo período.

²² Esta opção é feita com base nas informações sobre a destinação destes recursos, majoritariamente canalizados para capital de giro (SND, 2011).

Cabe ressaltar aqui que a evolução sobre o PIB mascara um aspecto importante do que chamamos de *funding* até aqui. Ao considerarmos o PIB como um todo, tratamos não apenas de investimento, mas também do consumo. O *funding*, entretanto, tanto na teoria quanto na prática, trata da etapa “final” do financiamento de investimentos. Sendo assim, deve ser este montante que devemos considerar em termos comparativos.

Gráfico 7: Recursos Movimentados pelo SFB por Perfil de Vencimento 2003-2010



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB, CVM e BNDES.

Nesse sentido, quando olhamos para a evolução da parcela destes recursos sobre a formação bruta de capital fixo, ilustrada no Gráfico 7, vemos que o desempenho é mais satisfatório, mas ainda limitado. Em especial, devemos considerar que parte dos recursos obtidos na emissão de ações não se destina a planos de investimento, nem a reestruturação de dívida. Entre 2003 e 2008, apenas 45,6% destes recursos eram canalizados para estes dois grupos de destinação (BNDES, 2008-2009). Há de se notar ainda, que 12,0% destes recursos foram destinados a capital de giro, segundo declarações das empresas à Comissão de Valores Mobiliários. Como indicado em De Paula e Hermann (2011: 17-18), o resultado final disto é que o peso destes recursos no financiamento de investimento é pequeno: 5,9% em média entre 2004 e 2009.

Em síntese, podemos concluir que, do ponto de vista da expansão e utilização dos recursos, a evolução do SFB, ao apoiar sua expansão majoritariamente na ampliação do crédito bancário de curto prazo, contribuiu positivamente para a ampliação da provisão do *finance* entre 2003 e 2010 (especialmente entre 2003 e 2007). Contudo, deve-se

ressaltar que o SFB foi extremamente insuficiente na provisão do *funding* e no fechamento do circuito *finance-funding*.

3.2. Segunda Dimensão: Indicadores de Fragilidade Financeira

À uma expansão dos fluxos de recursos do sistema financeiro para o setor privado está associada, inevitavelmente, uma expansão do grau de fragilidade financeira a que uma economia estará exposta. A hipótese de fragilidade financeira formulada por Minsky (1982) é mais rigorosa que esta simples afirmativa, mas o princípio que a norteia é o mesmo. Em fases de otimismo, estabilidade e crescimento, os agentes tendem a incorrer em maiores riscos, tanto voluntariamente, em função de seu otimismo exacerbado, como involuntariamente, em função de possíveis subestimações dos reais riscos aos quais o agente se expõe. Em especial, os agentes tendem a ampliar seu nível de endividamento a fim de financiar a expansão de seus ativos. À medida que este quadro de otimismo, estabilidade e crescimento se mantenha, pode-se gerar posições cada vez mais frágeis do ponto de vista financeiro, o que em última instância pode gerar um colapso do sistema (iniciado a partir de uma deflação de ativos).

Este processo, contudo, não fada a economia *necessariamente* a este colapso. Dependendo do caráter que a expansão do sistema financeiro e as posições tomadas pelos agentes assumam, a expansão do grau de fragilidade pode ser “sustentável”. Em outros termos, seria o caso onde os agentes (e o sistema como um todo) assumem uma posição *hedge*, sendo capazes de cobrir a renda comprometida com o pagamento de obrigações (juros, dividendos e principal) integralmente com os fluxos de renda que receberão em determinado período.

Existiriam ainda outros dois casos, considerados por Minsky (1982). A posição *especulativa*, onde os fluxos de renda esperados para determinado período seriam capazes de cobrir o pagamento dos juros (e dividendos), mas não o principal; isto obrigaria o agente a rolar sua dívida a cada período, podendo elevar sequencialmente seu grau de fragilidade. No terceiro e último caso, a posição *Ponzi*, onde os fluxos de renda esperados são insuficientes sequer para liquidar o pagamento de juros (e dividendos), obrigando 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 grau de fragilidade financeira ao qual um sistema está exposto está, portanto, ligado ao processo de criação/destruição de riqueza e liquidez gerado pelas posições assumidas pelos agentes. Neste sentido, é importante ressaltar que alterações nas taxas de juros podem fazer um grupo de agentes migrar de uma posição à outra. Em especial, no caso de agentes cuja posição é especulativa, elevações na taxa de juros podem colocá-los rapidamente numa posição Ponzi, comprometendo, potencialmente, a estabilidade do sistema. Além disso, vale notar que este processo está também condicionado pelos prazos em que as obrigações são assumidas: quanto mais longas as obrigações, *possivelmente* os agentes terão mais facilidade para renegociar as dívidas já existentes ou obter novos recursos.

Estes aspectos apontam para uma análise empírica que tome como referência os agentes Ponzi, buscando detectar seu peso no sistema econômico (Tymoigne, 2011). A medida utilizada por Tymoigne e por outros autores contemplados em seu trabalho (como o próprio Minsky), contudo, é baseada num conjunto de dados sobre a economia americana que é inexistente para a economia brasileira. Estes dados dizem respeito ao estoque de riqueza dos agentes de toda a economia americana, divididos por setor. O IBGE, por sua vez, apresenta somente a Pesquisa de Orçamento Familiar e as contas de patrimônio financeiro dentro do Sistema de Contas Nacionais, cujo viés se dá essencialmente sobre os fluxos e menos sobre os estoques. Tal fato impossibilita reproduzir uma análise deste tipo para a economia brasileira, nos obrigando a apelar para outro tipo de medida de fragilidade financeira.

O caráter macroeconômico do conceito de funcionalidade exige o desenvolvimento de um indicador essencialmente macroeconômico de fragilidade financeira, o que por si só apresenta problemas relevantes como forma de tradução empírica do conceito empregado por Minsky. Como destacou-se acima, um indicador deste tipo nos dá apenas uma primeira pista sobre o tema, o que nos obriga a recorrer a outros indicadores complementares para melhor definir a posição do sistema. Soma-se a isso o fato de que as posições financeiras destacadas por Minsky embutem o conceito de fluxo de caixa esperado como renda de referência para o agente, o que se revela igualmente impossível de se tratar do ponto de vista macroeconômico.

Neste sentido, optou-se por utilizar inicialmente uma medida agregada da fragilidade do sistema financeiro brasileiro que considera a relação entre o estoque de dívida assumido

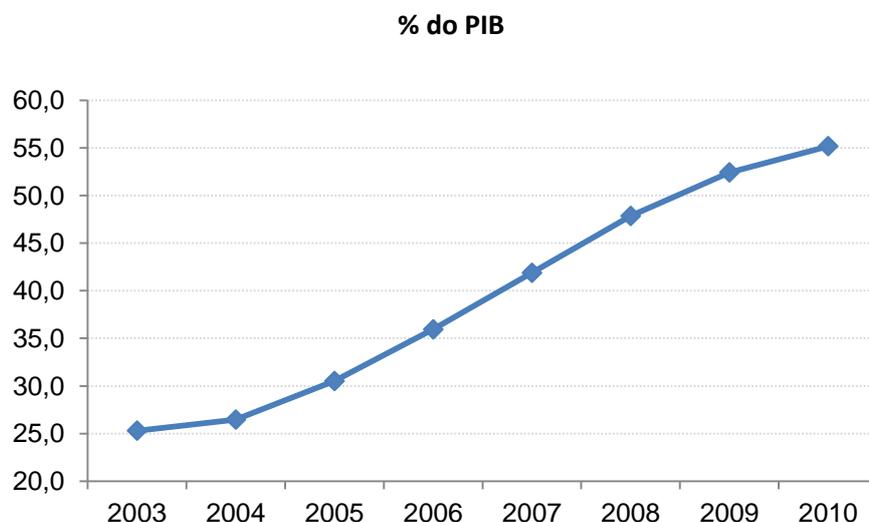
pela economia e o fluxo de renda que a mesma gera num determinado período, o que funciona como uma *proxy* para a renda esperada. O Gráfico 8 ilustra esta comparação, mostrando que a razão entre o estoque de dívidas, medido pela soma entre os saldos totais de crédito e o saldo de debêntures²³, e o PIB se elevou sistematicamente, porém ainda é inferior à unidade. Isto sinaliza para uma estrutura *hedge* da economia brasileira, independente da estrutura de pagamentos de juros/principal incorrida. Porém não é possível afirmar categoricamente esta posição, já que a razão indicada não permite aferir os termos contratuais envolvidos nas obrigações incorridas. Além disso, uma importante observação deve ser feita: agentes podem assumir individualmente posições *hedge*, especulativa e Ponzi, independentemente do agregado sinalizar para uma postura *hedge*.

Obviamente este indicador apresenta uma série de problemas, mas é suficiente para estabelecer que o fluxo de renda gerado na economia brasileira ainda supera em muito os pagamentos de juros e principal aos quais esta renda estaria comprometida – em 2010, o PIB era praticamente o dobro da dívida (Tabela 3). Em outras palavras, a renda comprometida com as obrigações financeiras ainda se situa num patamar confortável para o agregado da economia, independente destas obrigações serem concernentes ao pagamento de juros ou principal.

A expansão verificada do indicador, de 29,9 pontos percentuais entre 2003 e 2010, reflete diretamente a hipótese de fragilidade financeira de Minsky, dado que, como vimos acima, o fluxo de recursos gerado pelo SFB se ampliou de modo substancial durante o governo Lula. Contudo, pode-se dizer que esta expansão se mostra compatível com uma expansão sustentável do SFB e da economia brasileira enquanto o ritmo de crescimento desta razão for suficiente para situá-la num patamar inferior a unidade e numa trajetória não explosiva.

²³ O volume capitalizado pelo mercado de ações não é considerado nesta conta, pois dividendos não são pré-contratados bem como o principal não possui vencimento pré-estabelecido (pelo contrário, possui caráter de perpetuidade).

Gráfico 8: Indicador de Fragilidade Financeira para o Brasil 2003-2010



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB, SND e IBGE.

Tabela 3: Indicadores de Fragilidade Financeira Agregada do Brasil 2003-2010

R\$ Milhões, % do PIB e Valor

Data	SFB (R\$ milhões)				Total	PIB (R\$ milhões)	Dívidas/PIB (%)	PIB/Dívidas
	Dívidas		Subtotal	Títulos de Propr. ³				
	Crédito ¹	Títulos ²						
2003	418.258	11.868	430.126	676.705	1.106.831	1.699.948	25,3	4,0
2004	498.722	15.004	513.726	904.942	1.418.668	1.941.498	26,5	3,8
2005	607.023	48.153	655.176	1.128.491	1.783.667	2.147.239	30,5	3,3
2006	732.590	118.887	851.477	1.544.949	2.396.426	2.369.484	35,9	2,8
2007	935.973	178.410	1.114.383	2.477.555	3.591.938	2.661.344	41,9	2,4
2008	1.227.294	223.253	1.450.547	1.375.272	2.825.819	3.031.864	47,8	2,1
2009	1.414.344	255.283	1.669.627	2.334.720	4.004.347	3.185.125	52,4	1,9
2010	1.705.916	321.737	2.027.653	2.569.407	4.597.060	3.674.964	55,2	1,8

Fonte: BCB, SND, Bovespa e IBGE.

1. Total de crédito do Sistema Financeiro brasileiro.

2. Inclui somente o estoque total de debêntures.

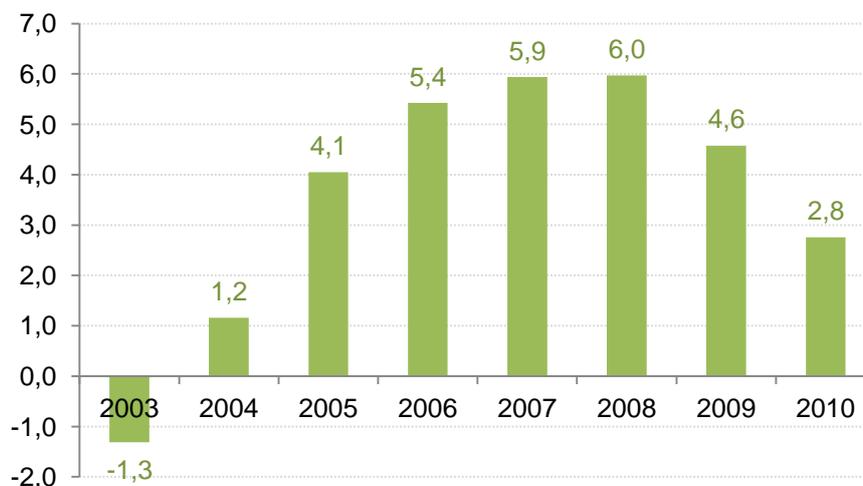
3. Capitalização da empresas listadas na BMF&Bovespa.

A trajetória seguida mostra claramente que a tendência de expansão do indicador de fragilidade financeira não foi explosiva no período, mesmo se dividirmos o período de análise em dois subperíodos menores. O primeiro seria de 2004 a 2008, onde o indicador de fragilidade francamente se expande a taxas cada vez maiores, mas a um ritmo contido (mesmo se considerarmos que a crise se iniciou em 2008 e excluirmos este ano, esta interpretação ainda é válida), conforme ilustrado no Gráfico 9. Num segundo momento, entre 2009 e 2010, este indicador passa a crescer a taxas menores, resultado devido, basicamente, aos efeitos da crise financeira internacional. Tal fato corrobora ainda a sinalização inicial no sentido de uma estrutura *hedge* da economia brasileira, pois, do contrário, o indicador de fragilidade financeira teria disparado em ascensão com a eclosão da crise.

Outros dados validam esta interpretação, especialmente quando olhamos para o mercado de crédito – segmento de maior peso na estrutura do SFB. Ao longo deste processo de expansão, a taxa de inadimplência das operações de crédito (créditos com atraso igual ou superior a 90 dias) se manteve em patamares baixos, inferiores a 4% em boa parte do período.

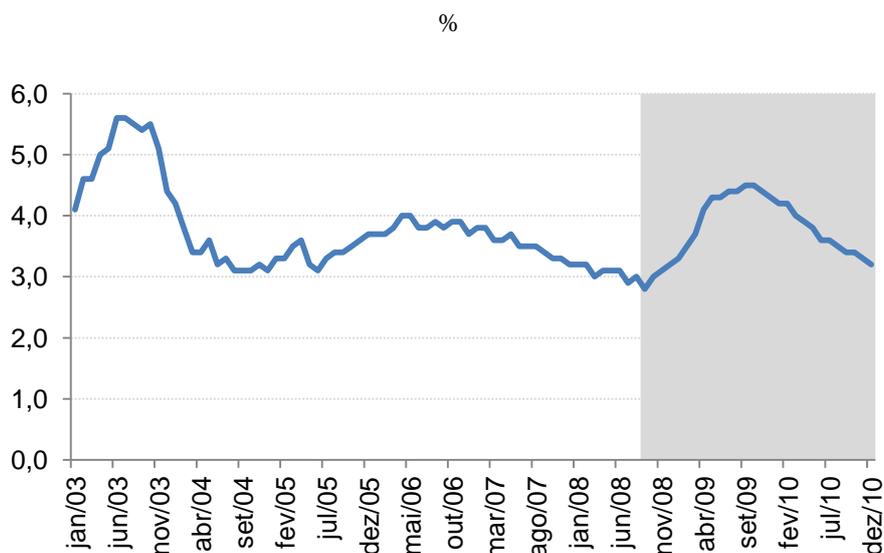
Desconsiderando as flutuações cíclicas causadas pela “crise das eleições de 2002” e pela crise financeira de 2008, podemos ver no Gráfico 10 que a tendência geral foi de queda do indicador, ao contrário do que poderia se esperar, pois, como pudemos ver, a expansão do crédito foi significativa ao longo de todo o período. A expansão da renda verificada no período permitiu que as margens de segurança (Kregel, 2008) dos agentes fossem mantidas com alguma folga – em especial, dos bancos -, contribuindo para a tendência geral de redução do indicador. Deve-se notar, ainda, que a taxa de inadimplência acompanhou de perto a dinâmica de evolução das taxas de juros, que apresentaram igual comportamento no período.

Gráfico 9: Indicador de Fragilidade Financeira para o Brasil 2003-2010
Variação em pontos percentuais



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB, SND e IBGE.

Gráfico 10: Taxa de Inadimplência das Operações de Crédito do SFB 2003-2010

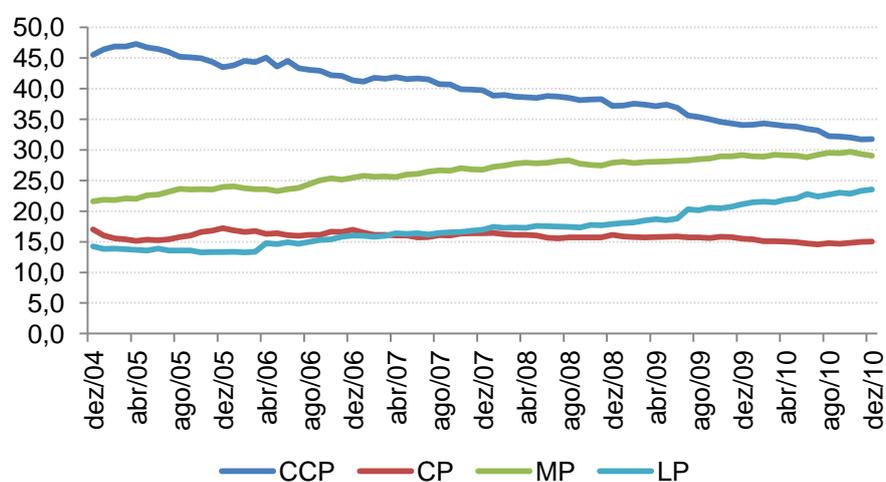


Fonte: BCB. A área destacada em cinza diz respeito ao período da crise financeira de 2008.

Outra característica positiva deste processo é que o estoque de crédito (a vencer; i.e., excluindo o crédito inadimplente) passou a ter uma maior concentração no longo prazo (acima de três anos, pelo conceito do BCB), como mostra o Gráfico 11. O BCB passou a disponibilizar este dado apenas a partir de dezembro de 2004, mas pode-se ver que mesmo no período de expansão mais intensa do SFB a tendência geral do indicador foi

de ampliação. Como argumentado acima, vencimentos mais longos dão maior flexibilidade à renegociação e repactuação de dívidas, bem como permitem que novas fontes de rendas sejam obtidas para cobrir os pagamentos correspondentes às obrigações incorridas. O mesmo comportamento pode ser observado no mercado de debêntures, cujo prazo médio salta de 4,4 anos em 2003 para 7,2 anos em 2008. Devido à queda no volume e quantidade de emissões entre 2008 e 2010, bem como dos prazos de vencimentos menores dos novos títulos emitidos neste período, este prazo médio cai para 5,1 anos em 2010.

**Gráfico 11: Perfil de Vencimento das Operações de Crédito Vincendas* do SFB 2003-2010
% em relação ao total**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

*Não inclui operações com prazo indeterminado de vencimento nem operações inadimplentes.

CCP: curtíssimo prazo (inferior a 180 dias);

CP: curto prazo (entre 181 e 360 dias);

MP: médio prazo (entre 361 e 1088 dias);

LP: longo prazo (superior a 1088 dias).

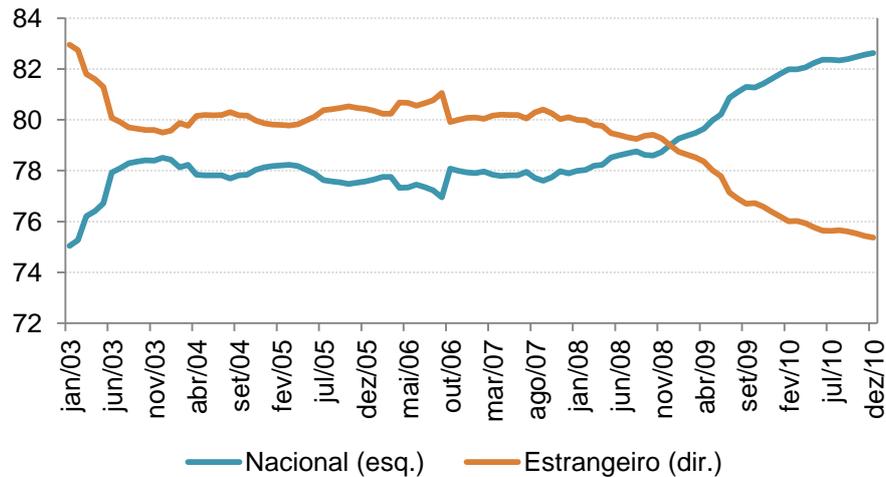
Um último indicador que pode ser observado não pode ser considerado um indicador de fragilidade financeira propriamente dito, mas, se se considera que ele pode influenciar a violência das flutuações do primeiro indicador, é um importante guia quando analisamos qualitativamente a expansão do SFB no período. Este indicador é uma medida de vulnerabilidade externa, medida esta relacionada ao peso de estrangeiros nos mercados financeiros brasileiros. Quanto maior o peso destes agentes, mais intensas tendem a ser as flutuações, dado o caráter pró-ciclista de seu *modus operandi*, exacerbando as implicações da hipótese de fragilidade financeira. Isto não significa afirmar que os agentes locais não apresentem um comportamento igualmente pró-

cíclico, mas, principalmente, que com um elevado peso de investidores estrangeiros desloca-se o *locus* de decisão das operações para fora das fronteiras do país. Isto aumenta a vulnerabilidade da economia a choques externos, como bem observado ao longo das sucessivas crises da década de 1990 (De Paula, 2011).

Considerando em primeiro lugar o mercado de crédito, o mais relevante do SFB, o peso do crédito cujo controle estava nas mãos de instituições de controle estrangeiro caiu substancialmente durante o governo Lula. Como pode ser observado no Gráfico 12, a participação de estrangeiros saiu de 25,0% no início de 2003 para 17,4% ao final de 2010 – uma queda de 7,6 pontos percentuais. Este processo foi intensificado após a crise de 2008, quando as instituições de controle público passaram a ocupar fatias cada vez mais relevantes do mercado de crédito brasileiro.

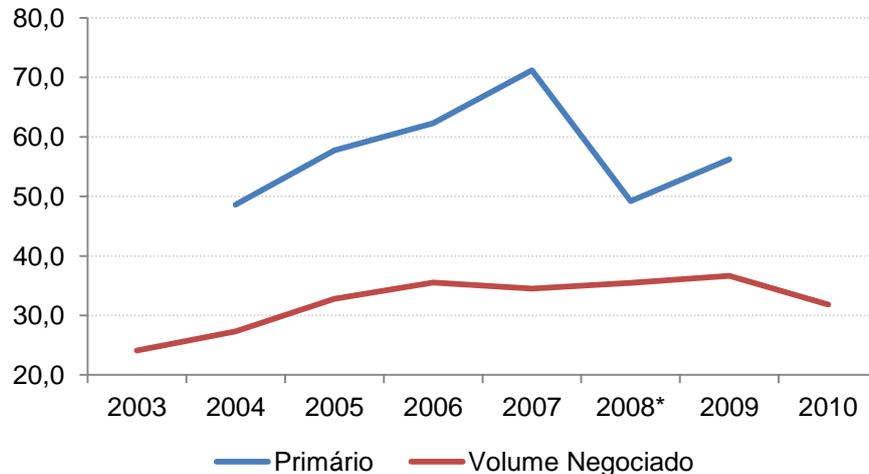
Já no caso do mercado de capitais, consideraremos apenas o mercado acionário, pois dados de participação dos investidores estrangeiros não estão disponíveis para o mercado de títulos de dívida. Como ilustrado no Gráfico 13 abaixo, estes investidores foram os grandes demandantes das emissões realizadas entre 2004 e 2009 (representaram *pelo menos* a metade da demanda), bem como representam em média 1/3 da demanda no mercado secundário (medida pelo volume negociado em Bolsa). Esta característica indica que este segmento do mercado esteve fortemente vulnerável aos humores externos, o que ajuda a explicar, inclusive, seu comportamento durante a crise. Em outras palavras, este perfil da expansão recente contribuiu de forma decisiva, embora indireta, para a desaceleração de 2009, ‘preparando’ o mercado de ações brasileiro para o contágio diante de qualquer reversão do cenário externo (nessas condições, o recuo de 2009, a reboque de uma crise de confiança internacional, era absolutamente previsível, assim como o são novos *rounds* de desaceleração, enquanto se estender a crise externa).

**Gráfico 12: Operações de Crédito SFB por Controle de Capital 2003-2010
% em relação ao total**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

**Gráfico 13: Participação dos Investidores Estrangeiros no Mercado de Ações 2003-2010
No mercado primário: distribuição % por Adquirentes; no mercado secundário: participação % no volume negociado**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e da Bovespa.

*Exclui emissão primária da Cia. Vale do Rio Doce (caso contrário, o valor do dado seria de 28,2%).

Do ponto de vista agregado, o pequeno peso do mercado de ações brasileiro no SFB limitou a extensão deste impacto sobre o último, mas podemos considerar este fato um relevante gargalo a ser resolvido no que tange à fragilidade do SFB, para que este possa se expandir de forma mais vigorosa no futuro.

Em síntese, pode-se afirmar que a expansão e o aprofundamento da utilização dos recursos constatado na subseção 3.1, podem ser associados a um grau de fragilização do SFB e da economia brasileira compatíveis com seu desenvolvimento durante o governo Lula – sua expansão foi moderada e controlada e ainda é substancialmente inferior à unidade (sinalizando uma posição *hedge*), bem como o perfil de vencimento das obrigações se alongou e a exposição do principal mercado do SFB, o mercado de crédito, à vulnerabilidade externa se reduziu. Em outras palavras, expandiu-se a utilização dos recursos no SFB e na economia brasileira sem que a elevação da fragilidade financeira correspondente originasse uma interrupção deste processo de expansão.

4 Conclusão

O conceito de funcionalidade, como sugere a literatura pós-Keynesiana, é de extrema importância para a compreensão do papel que o sistema financeiro pode exercer em apoio ao crescimento e desenvolvimento econômico de uma nação. Recapitulando, um sistema financeiro pode ser dito funcional ao desenvolvimento econômico se consegue disponibilizar recursos financeiros que sustentem o processo produtivo e o consumo, e, sobretudo, a realização de investimentos, no montante e nos termos apropriados; isso envolve, necessariamente, a criação de ativos financeiros cujo perfil de retorno e risco atenda às demandas dos agentes privados, para que estes possam acumular riqueza sob forma não-monetária, provisionando o *funding* necessário aos investimentos e diluindo a fragilidade financeira criada.

A análise empírica acerca da funcionalidade do SFB ao desenvolvimento econômico brasileiro durante o governo Lula desmembrou-se na avaliação de dois grupos de indicadores. O primeiro grupo de indicadores buscou avaliar de que forma se processou a canalização dos recursos financeiros para o processo produtivo. Constatou-se que o fluxo de recursos canalizado do SFB para o processo produtivo se ampliou substancialmente entre 2003 e 2010 – independente de ter havido uma relativa desaceleração no último triênio (2008-2010), em função dos efeitos decorrentes da crise financeira internacional. A oferta de recursos se ampliou cerca de 70% em termos reais no período, expandindo sua parcela sobre o produto nacional e o PIB, ancorada principalmente na ampliação do crédito – em especial, do crédito de curto prazo.

Já o segundo grupo de indicadores buscou avaliar como a fragilidade financeira associada à expansão constatada no primeiro grupo evoluiu – análise esta limitada pelo viés macroeconômico dos indicadores analisados. Constatou-se que a fragilidade financeira se expandiu, mas de forma moderada e controlada. Ainda, o perfil de vencimento das obrigações se alongou significativa e continuamente entre 2003 e 2010, bem como se reduziu a participação de estrangeiros (que tendem a exacerbar a tendência de ampliação da fragilidade financeira) no mercado de crédito, pedra fundamental do SFB.

Cabe aqui uma observação. O grupo de indicadores macroeconômicos analisados – ainda que com seus problemas metodológicos – permitem considerar que existe um

espaço grande para expansão da fragilidade financeira da economia brasileira sem que este processo seja danoso à expansão do sistema financeiro e da economia real. Com um alongamento mais intenso dos prazos de endividamento em paralelo à diminuição da exposição a investidores estrangeiros – em outras palavras, internalização da dinâmica do mercado financeiro –, poderíamos angariar uma posição financeira que gerasse uma trajetória de crescimento mais vigorosa, mesmo que a custo de uma maior fragilidade financeira correspondente. O que se deve ter em mente é que a trajetória de expansão desta fragilidade deve ser controlada, de modo que sua elevação não interrompa o processo de crescimento do sistema financeiro e da economia brasileiros por razões meramente endógenas ao mercado financeiro.

A conjunção dos dois grupos de indicadores permite que a pergunta feita na introdução do artigo seja respondida de forma afirmativa, mas com uma ressalva importante. A funcionalidade do sistema financeiro brasileiro se ampliou durante o governo Lula, especialmente entre os anos de 2003 e 2007 – quando o ciclo econômico favoreceu este processo. Esta expansão é um fato, especialmente se considerarmos que mesmo durante a crise alcançamos uma posição significativamente melhor do que em 2003. A oferta e utilização de recursos se ampliou significativamente no período 2003-2010 sem que, contudo, se verificasse uma elevação da *fragilidade financeira* que pudesse interromper o processo de crescimento por razões meramente financeiras²⁴.

Contudo, não se pode qualificar o sistema financeiro brasileiro como um sistema estritamente funcional ao desenvolvimento, dado que a oferta de *funding* foi escassa (4,3% de participação média da oferta de recursos de longo prazo sobre o PIB no período 2003-2010), tanto quando consideramos a provisão direta do *funding*, como quando consideramos o fechamento do circuito *finance-funding*, a despeito do relativo sucesso que o SFB teve na provisão do *finance*²⁵. Sendo assim, a oferta de fundos de

²⁴ Pelo contrário, a desaceleração de 2008-2010 teve razões predominantemente reais, relacionadas aos efeitos reais derivados da crise financeira internacional (REP, 2009). Em especial, a retração das exportações (e mais especificamente ainda, a retração da exportação de manufaturados aos EUA) fez com que houvesse um rápido mergulho da economia brasileira em 2009. Todavia, em 2010 já havíamos retornado à, ainda que tortuosa, trajetória de crescimento iniciada em 2004.

²⁵ Cabe aqui relembra as observações feitas anteriormente: as taxas de juros, *spreads* e prazos ainda estão longe de ser ideais, porém houve uma melhora significativa.

longo prazo é ainda um gargalo limitador da expansão do investimento e, conseqüentemente, do desenvolvimento da economia brasileira.

Requer-se um aprofundamento significativo do mercado de crédito de longo prazo, apoiado não somente sobre o BNDES (que se foca na provisão direta de *funding*), mas também no mercado privado (que poderia se focar especialmente no fechamento do circuito *finance-funding*). Este aprofundamento também deve se estender ao mercado de títulos de dívida privada²⁶ e de ações (e semelhantes) – o primeiro ainda está fortemente condicionado ao *modus operandi* do mercado de dívida pública, enquanto o segundo ainda se mantém fortemente dependente de investidores estrangeiros. A ampliação deste mercado de fundos de longo prazo é condição fundamental para que o SFB viabilize uma expansão mais intensa do investimento, permitindo que o Brasil inaugure uma trajetória de crescimento e desenvolvimento mais vigorosa.

²⁶ A criação do Novo Mercado de Renda Fixa pela ANBIMA, com apoio do BNDES, aponta neste sentido.

Bibliografia

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.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (2008-9) *Relatórios de Pesquisa do Projeto Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos*. Rio de Janeiro e Campinas: BNDES, IE/UFRJ e IE/Unicamp.

BRUNO, M.; DIAWARA, H.; ARAÚJO, E.; REIS, A. C. & RUBENS, M. (2012) “Finance-led Growth Regime no Brasil: Estatuto Teórico, Evidências Empíricas e Consequências Macroeconômicas”. *Revista de Economia Política*, vol. 32, n.º 1 (125), jan-mar, *no prelo*.

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.

CARVALHO, F. J. C. (1992). *Mr. Keynes and the Post-Keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar.

_____. (1996). “Sorting Out the Issues: the Two Debates on Keynes' s Finance Motive Revisited”. *Revista Brasileira de Economia*, 50 (3), Julho-Setembro.

_____. (2010) “Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento”. *Textos para Discussão CEPAL-IPEA*, 14. Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA.

_____. (2012) “Aggregate Savings, Finance and Investment”. *Mimeo*.

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.

DE MELLO, J. M. & GARCIA, M. (2011) “*Bye, Bye Financial Repression, Hello Financial Deepening: The Anatomy of a Financial Boom*,” Textos para Discussão PUC-RJ.

- DE PAULA, L. F. & HERMANN, J. (2011) “Economic Development and the Functionality of the Financial System in Brazil”. *Anais do IV Congresso Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*.
- DE PAULA, L. F. & OREIRO, J. L. (2007) *Sistema Financeiro: Sistema Financeiro: Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*. (orgs.) Rio de Janeiro: Campus-Elsevier.
- DEQUECH, D. (2011) “Uncertainty: a typology and refinements of existing concepts,” *Journal of Economic Issues*, vol. XLV, No. 3.
- DIAMOND, W. (1957). *Development Banks*. Baltimore: Johns Hopkins Press, 2nd ed.
- GALBRAITH, J. (2009) *The great crash: 1929*. Houghton Mifflin Harcourt Publishing: New York.
- GERSCHEKRON, A. (1962) *Economic backwardness in historical perspective, a book of essays*. Cambridge, Massachusetts: Belknap Press of Harvard University Press.
- 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.
- HERMANN, J. (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.
- HERMANN, J.; GIAMBIAGI, F.; VILELA, A. & CASTRO, L. B. (2005) *Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2004*. Rio de Janeiro: Campus.
- KEYNES, J. M. (1929) A Treatise on Money, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 5-6. London: MacMillan.
- _____. (1937). “The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest”. *Economic Journal*, December.
- _____. (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. (2008) “Minsky’s Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market,” *Economics Public Policy Brief Archive*, 93, Levy Economics Institute of Bard College.

LEVINE, R. (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.

LEVY INSTITUTE (2011) *Minsky on the Reregulation and Restructuring of the Financial System: Will Dodd-Frank Prevent “It” from Happening Again?* Report of Project Financial Stability and Global and National (Re)regulation in Light of the Subprime Crisis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.

LUCAS, R. E. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22: 3-42.

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.

MINSKY, H. P. (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.

MONTANI MARTINS, N. & FERRAZ, C. A. (2011) “A Expansão do Mercado de Crédito Brasileiro no Período 2004-2009: Determinantes, Condicionantes e Sustentabilidade”. *Cadernos do Desenvolvimento (Nova Série)*, n. 9. Rio de Janeiro: Centro Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento.

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.

PALLEY, T. Financialization: what it is and why it matters. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Papers n. 525, December, 2007

REP – Revista de Economia Política (2009) “A Crise Financeira de 2008”. *Revista de Economia Política*, Vol. 29, nº 1 (113), Seção Documento, pp. 133-150.

SCHUMPETER, J. A. (1981) *History of Economic Analysis*. Routledge, 12^a ed.

SHAW, E. S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University.

SILVA, G. J. C.; OREIRO, J. L. & PAULA, L. F. (2007) “Spread Bancário no Brasil: uma Avaliação Empírica Recente in PAULA, L. F. & OREIRO, J. L. (2007) *Sistema Financeiro: Uma análise do setor bancário brasileiro*. Rio de Janeiro: Elsevier Ed.

SISTEMA NACIONAL DE DEBENTURES – SND (2011)

<<www.debentures.com.br>>.

STOCKHAMMER, E. Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, n. 28, p. 719-741, 2004.

_____. Some stylized facts on the finance-dominate accumulation regime.

University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute, 2007.

STUDART, R. (1995) *Investment Finance in Economic Development*. London and New York: Routledge.

SYLLA, R. & TONIOLO, G. (1989) *Patterns of European Industrialization: The Nineteenth Century*. (eds.) London: Routledge.

TYMOIGNE, E. (2010) “Detecting Ponzi Finance: An Evolutionary Approach to the Measure of Financial Fragility,” *Working Paper* No. 605, Levy Economics Institute of Bard College.

_____. (2011) "Measuring Macroprudential Risk: Financial Fragility Indexes," *Working Paper* No. 654, Levy Economics Institute of Bard College.

ZYSMAN, J. (1983) *Governments, Markets and Growth*. London: Cornell University Press.