FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO

LEONARDO BARROS

A INDÚSTRIA DE SERVIÇOS FINANCEIROS E O CRESCIMENTO ECONÔMICO:

UMA APLICAÇÃO DE REGRESSÃO QUANTÍLICA

SÃO PAULO

2017

LEONARDO BARROS

A INDÚSTRIA DE SERVIÇOS FINANCEIROS E O CRESCIMENTO ECONÔMICO:

UMA APLICAÇÃO DE REGRESSÃO QUANTÍLICA

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo como requisito à obtenção do título de Mestre em Economia.

Campo do conhecimento:

Economia, Microeconomia Bancária.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Rochman

SÃO PAULO

2017

LEONARDO BARROS

A INDÚSTRIA DE SERVIÇOS FINANCEIROS E O CRESCIMENTO ECONÔMICO:

UMA APLICAÇÃO DE REGRESSÃO QUANTÍLICA

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo como requisito à obtenção do título de Mestre em Economia.

Campo do conhecimento:

Economia, Microeconomia Bancária.

Data de aprovação:

\_\_\_/\_\_\_/\_\_\_\_\_

Banca examinadora:

Prof. Dr. Ricardo Rochman (Orientador)

FGV-EESP

Prof. Dr. XXXX

FGV-EESP

Prof. Dr. XXXX

XXXX

**AGRADECIMENTOS**

**Resumo**

Este trabalho tem o objetivo de analisar teórica e empiricamente a relação positiva existente entre desenvolvimento da indústria de serviços financeiros e crescimento econômico, e a partir desses resultados refletir sobre a importância dessa indústria para o crescimento econômico brasileiro. A indústria de serviços financeiros influencia o crescimento econômico devido às funções que seus agentes desempenham no sistema financeiro, tais como: a) mobilização de recursos; b) alocação dos recursos no espaço e no tempo; c) administração do risco; d) seleção e monitoração de empresas; e e) produção e divulgação de informação. Por isso, esse trabalho também tem como proposito contribuir com uma revisão histórica da indústria de Serviços Financeiros no Brasil ate os dias atuais, colaborando a literatura acadêmica das linhas de pesquisa sobre essa indústria. Para analisar a correlação relatada em tantas literaturas econômicas, decidiu-se por aplicar a técnica de Regressão Quantílica, a partir de dados de 81 países. Que permitiu uma analise da influencia positiva gerada pelos indicadores de desenvolvimento do sistema financeiro e seus agentes na distribuição condicional da variável resposta (medidas de crescimento econômico). As estimativas obtidas permitem concluir que: há uma relação positiva entre uma indústria de serviços financeiros desenvolvida e crescimento. E nossa conclusão é que o Brasil está inserido em uma das mais sofisticadas e crescentes indústria de Serviços Financeiros no mundo, e que dado os resultados empíricos desse estudo; esse segmento é sem duvida um dos maiores colaboradores do crescimento econômico brasileiro.

Palavras-chave: Industria de Serviços Financeiros brasileira, Sistema Financeiro Brasileiro, Intermediação Financeira, Credito, Shadow Banking, Mercado de Capitais, indústria de Fundos de Investimentos e Crescimento Econômico.

**Abstract**

This paper aims to analyze theoretically and empirically the positive relationship between the development of the financial services industry and economic growth, and from these results reflect on the importance of this industry for Brazilian economic growth. The Financial Services industry influences economic growth due to the functions that its agents play in the financial system, such as: a) mobilization of resources; b) allocating resources in space and time; c) risk management; d) selection and monitoring of companies; And e) production and dissemination of information. Therefore, this work also aims to contribute to a historical review of the Financial Services industry in Brazil until the present day collaborating with this academic literature of the lines of research on this industry. In order to analyze the correlation reported in so many economic literatures, it was decided to apply the Quantum Regression technique, based on data from 101 countries, which allowed an analysis of the positive influence generated by the indicators of development of the financial system and its agents in the conditional distribution Of the response variable (economic growth measures). The estimates obtained allow us to conclude that: there is a positive relationship between a developed financial services industry and growth. And our conclusion is that Brazil is embedded in one of the most sophisticated and growing Financial Services industry in the world, and given the empirical results of this study; This segment is undoubtedly one of the greatest contributors to Brazilian economic growth.

Keywords: Brazilian Financial Services Industry, Brazilian Financial System, Financial Intermediation, Credit, Shadow Banking, Capital Markets, Investment Funds Industry and Economic Growth

**SUMÁRIO**

1. **INTRODUÇÃO**
2. **XXX**
   1. XXX
   2. XXX
3. **DADOS E ESTRATÉGIA EMPÍRICA**
   1. XXX
   2. XXX
   3. XXX
4. **RESULTADOS**
   1. XXX
   2. XXX
   3. XXX
5. **CONCLUSÃO**

**REFERÊNCIAS**

1. INTRODUÇÃO

O crescimento econômico é um objetivo global e, portanto, tema de constante debate. O desenvolvimento do setor financeiro, de acordo com Liang e Reichet (2007), pode desempenhar um papel de liderança no crescimento econômico ou, então, assumir um papel mais passivo, simplesmente atendendo as demandas derivadas das necessidades da expansão econômica.

Por isso compreender a estrutura da indústria de Serviços Financeiros no Brasil é uma importante tarefa na direção de estudos que buscam evidenciar processos que influenciam o crescimento econômico brasileiro. E nesse sentido a indústria de Serviços Financeiros tem tido um papel crucial, principalmente após a estabilização da moeda (Real) – que proporcionou evolução, crescimento e amadurecimento do mercado de capitais no Brasil, como o país nunca tinha experimentado.

O Brasil figura no ranking mais atual do Fórum Econômico Mundial (WEF, fevereiro 2017) como a 9º maior economia do mundo, mesmo que, nos últimos 3 anos venha passando por uma recessão econômica histórica para o país. E segundo as mais recentes projeções apontam o Brasil se deslocando para 5º posição de maior economia global em 2050 (The World in 2050, PWC 2017). Também por essa perspectiva de nossa relevância econômica se reforça a importância de se analisar drivers que garantam e suportem esse potencial crescimento econômico para a sociedade brasileira e pelo seu papel no mundo.

Figura1: Lista de países por tamanho do PIB em 2015 (em USD e % no PIB mundial)



Fonte: [DOCUMENTO OU AUTOR, ANO]

Figura 2: Projeção do ranking de maiores economias mundiais em 2050



Fonte: [DOCUMENTO OU AUTOR, ANO]

Enfatizado isso, o principal objetivo deste trabalho é analisar a relação positiva entre crescimento econômico e uma indústria de serviços financeiros relevante. Como dito, analisar canais que suportem o crescimento econômico, sempre é tema de estudos como o que nos propusemos a analisar. Contudo nosso interesse nessa pesquisa também se apoia no fato de que é que o Brasil já possui uma das mais significantes indústrias financeiras mundiais. Essa indústria anda em importância competitiva ao lado de segmentos que o Brasil possui uma grande vocação - como os setores do agronegócio, mineração, dentre outros onde somos lideres globais.

Para além do objetivo empírico de demonstrar a relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico; esse estudo traz uma contribuição por consolidar uma revisão literária trazendo desde uma perspectiva histórica do desenvolvimento da indústria de Serviços Financeiros no Brasil ate os desafios e organização industrial desse segmento dos dias atuais. Colaborando com a reflexões e informações sobre os principais pilares dessa indústria relevante no Brasil e uma das mais importantes do mundo pelo seu papel de liderança regional na América Latina.

Segundo dados de órgãos e entidades como ANBIMA, BCB, IPEA e outros, a indústria de Serviços Financeiros no Brasil é: i) um dos 3 principais segmentos que contribuem com o PIB brasileiro, ii) uma das 10 maiores empregadoras no pais, iii) um dos principais impulsionadores no avanço da tecnologia no Brasil, iv) São Paulo é considerado o maior centro financeiro da América Latina, v) empresas brasileiras do segmento financeiro estão competindo entre os top 20 globais, vi) é a 6º maior indústria de gestão de recursos do mundo, vii) é um dos 5º maiores mercados de seguros e meios de pagamento do mundo, viii) a 2º maior bolsa em market capitalization do mundo – são alguns dos indicadores do quão importante é esse segmento para o Brasil e nesse sentido para estudos econômicos.

Um conceito importante no entendimento das relações que estamos fazendo nesse estudo é que a literatura acadêmica traz resultados empíricos que demostram a relação positiva de desenvolvimento financeiro e crescimento econômico; e nesse estudo ampliamos a analise baseada no conceito que um sistema financeiro desenvolvido, possui um mercado financeiro maduro e tudo isso é devido aos agentes privados e públicos da indústria de Servicos Financeiros serem sofisticados e atuantes. Portanto, nosso entendimento é que, é a indústria ( e seus players ) de Serviços Financeiros o principal driver de impacto direto nessa correlação com crescimento econômico – que é dada por aumentar canais de transmissão de liquidez para a economia produtiva, como será demonstrado ao longo desse estudo.

Vale notar que historicamente a indústria de serviços financeiros brasileira sempre foi marcada pela grande representatividade do segmento de bancos, sendo outros segmentos dessa indústria com uma menor representatividade; mas esses demais agentes da indústria de SF com relevantes contribuições para o crescimento do segmento financeiro. Os demais players dessa indústria (o que não são bancos) vem apresentando relevantes indicadores de crescimento e amadurecimento; a ponto que, os segmentos como os de Asset Management, Intermediação de Ativos, Mercado de Capitais e Seguros cresceram em taxas muito acima dos pares no mundo nos últimos 15 anos – principalmente após a estabilização do plano Real. Para além desses segmentos citados, que já existiam no sistema financeiro brasileiro, outros foram desenvolvidos e estruturados, como – os segmentos de Private Equity, Wealth Management, Consultoria de Investimentos independentes, etc...

Portanto o trabalho estrutura-se da seguinte forma: a seção 2 revisa a literatura econômica e organizacional com 2 objetivos – i) revisar a literatura acadêmica que suporta a relação positiva entre o desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico; onde se destaca as funções do sistema financeiro como agente de eficiência alocativa de recursos na economia produtiva e ii) relatar toda a historia da indústria de Serviços Financeiros (e os principais pilares influenciadores da mesma) como a composição dos agentes responsáveis pela eficiência e crescimento do sistema e mercado financeiro. A seção 3 expõe a metodologia e técnica aplicada no teste empírico das hipóteses sobre a existência de uma correlação positiva entre essas 2 variáveis (desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico). Utilizou-se a técnica de Regressão Quantílica porque esta fornece uma visão mais detalhada dos impactos gerados pelo sistema financeiro na distribuição condicional da variável resposta (crescimento econômico) e a seção 4 sumariza algumas conclusões.

1. INDÚSTRIA DE SERVICOS FINANCEIROS E O CRESCIMENTO ECONÔMICO: REVISÃO DA TEORIA E EVIDÊNCIAS NA LITERATURA BRASILEIRA.

A composição dos agentes e segmentos que constituem a indústria de Serviços Financeiros somados a outras entidades (como as de regulação e fiscalização) são os pilares que compõem o sistema financeiro – e que desenvolvida em termos gerais, significa um canal de transmissão de credito e otimização do fluxo de capitais de uma sociedade – vide a revisão sobre as funções do sistema financeiro. Por isso, o objetivo desse capitulo é i) de revisar a literatura acadêmica que ao longo dos últimos 50 anos evidencia a correlação entre o crescimento econômico e o mercado financeiro (indústria de Serviços Financeiros), ii) revisar historicamente e aprofundar sobre a indústria de Serviços Financeiros; dando atenção aos principais segmentos e tendência que definem a arquitetura dessa indústria atualmente.

Para isso essa seção se dividirá em subseções:

* 1. **Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico** – com propósito de revisar a literatura econômica que suporta essa relação positiva e suas derivações;
  2. **Sistema Financeiro e suas Funções** – com proposito de revisar a literatura acadêmica que suporta o sistema financeiro, o mercado financeiro e seus agentes (indústria de serviços financeiros) como um canal de transmissão de liquidez e eficiência alocativa de recursos para a economia produtiva contribuindo então para o crescimento econômico;
  3. **A indústria de Serviços Financeiros no Brasil** – com o proposito de fazer uma revisão histórica da formação dos agentes e a evolução dos mesmos no Brasil, sendo esses agentes de suportam a hipótese de contribuir para o crescimento econômico do Brasil;
  4. **Shadow Banking** – com o proposito de trazer para esse estudo o que há de mais atual no universo de pesquisa sobre a indústria de Serviços Financeiros e outros canais de credito, o que tem ampla ligação com tema desse estudo dado que é um canal recente de alocação de recursos na economia produtiva;
  5. **Mercado de Capitais no Brasil** – com o proposito de revisar sobre esse importante veiculo e ambiente de promoção da transferência de liquidez para a economia e que também há toda uma literatura que suporta que o mesmo promove o crescimento econômico;
  6. **Indústria de Fundos de Investimentos no Brasil** – com o proposito de revisar historicamente, aprofundar e atualizar; dado a importância dessa indústria na transmissão de liquidez, como meio que apoia o desenvolvimento do mercado de capitais e do shadow banking; mas que também há uma vasta literatura que evidencia a relação dessa indústria com crescimento econômico;

Dessa forma, o objetivo de i) revisar a literatura econômica que suporta que há uma relação positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico e ii) revisar toda a literatura sobre o principal responsável por esse desenvolvimento: a indústria de Serviços Financeiros e suas derivações será coberta e bem aprofundada.

* 1. DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E CRESCIMENTO ECONOMICO: EVIDENCIAS NA LITERATURA ACADEMICA

A analise e estudos que suportam a relação positiva de crescimento econômico com o grau de desenvolvimento do mercado financeiro é desenvolvida desde o inicio da literatura econômica. Por isso, desde 1911 Schumpeter já relatava em seus ensaios sobre o papel relevante do sistema financeiro para o crescimento econômico. Também são encontrados referencias a essas relações nos trabalhos de Goldsmith (1969) e Shaw (1973), para citar alguns estudiosos que encontraram evidências empíricas acerca da correlação positiva entre o mercado financeiro e o crescimento econômico. Outros modelos que fazem essa conexão entre o desenvolvimento financeiro e crescimento econômico é encontrado em: Bencivenga e Smith (1991); Khan (1999); Pagano (1993); Becsi e Wang (1997); Levine (1997); Bebczuk (2001). Esses pesquisadores e seus trabalhos (que detalharemos abaixo) apoiam o objetivo desse trabalho que, pois, revisaremos a correlação positiva das variáveis citadas (Crescimento Econômico X Desenvolvimento do Sistema Financeiro).

Pesquisadores como Gomes (2009) apresenta toda um universo de estudos que evidenciam os bancos (esse como principal segmento da indústria de Serviços Financeiros como um todo) no desempenho de um papel de extrema importância nas economias modernas. Cabe a eles estimular e captar a poupança da sociedade e alocá-la (como crédito) nos setores que mais necessitam de capital. Neste processo de intermediação de recursos o sistema bancário desempenha um papel de extrema influência na trajetória do progresso econômico. De fato, existem evidências empíricas que o crédito bancário e o Produto Interno bruto (doravante, PIB) per capita estão fortemente correlacionados. Esta correlação entre crédito e o PIB per capita é um forte sinal do vínculo existente entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro.

Figura 3: [DESCRIÇÃO]



Fonte: [DOCUMENTO OU AUTOR, ANO]

A intuição por trás dessa relação positiva é que, uma indústria de Serviços Financeiros madura, promove através de seus players um sistema financeiro dinâmico, o que gera uma melhoria dos acessos a recursos - desde credito a outras formas que os agentes do sistema promovem a liquidez para o a economia real e agentes produtivos. Os estudos citados anteriormente demonstram essa intuição afirmando que a intermediação financeira permite maior eficiência alocativa dos recursos financeiros, o que corresponde a maior captação de poupança e, consequentemente, maiores recursos para emprestar, que podem se destinar ao melhoramento do capital físico e humano, o que, por sua vez, gera crescimento econômico.

Figura 4: [DESCRIÇÃO]



Fonte: Bebczuk, 2003.

Assim, quando o sistema financeiro se afasta do ambiente competitivo, há perda de recursos para o setor produtivo, pois os **custos de transação** e os **custos de informação** (Mishkin, 2000) envolvidos em uma transação podem somar quantias que inviabilizem as transações. Portanto, a eficiência propiciada pelo sistema financeiro reside exatamente na redução dos custos de transação e custos de informação no momento em que o contrato financeiro é firmado.

Os custos de transação referem-se aos gastos envolvidos na transação financeira, tais como, o processo de reuniões entre os interessados, o pagamento advocatício para redação de contrato, entre outros. Os custos de transação podem ser reduzidos, substancialmente, com a introdução dos intermediários financeiros (bancos e demais agentes da indústria de serviços financeiros), pois estes são especialistas nessa atividade, obtendo, assim, vantagens relativas a ganhos de escala, isto é, a redução do custo à medida que o número de transações aumenta.

Citando novamente Mishkin (2000), o baixo custo de transação de um agente do sistema financeiro significa que ele pode fornecer a seus clientes serviços de liquidez, que permitam agilidade para os clientes ao realizar as transações. Custos de informação, por sua vez, dizem respeito aos custos provenientes da assimetria de informação entre o agente e o principal, ou seja, uma das partes do contrato está mais informada do que a outra. Quando há assimetria de informação, conflitos de interesses tendem a ocorrer. Há dois tipos de problemas vindos da assimetria de informação: seleção adversa e risco moral.

O primeiro ocorre antes que a transação ocorra. Seleção adversa torna-se um problema para os agentes do mercado financeiro devido ao fato de que é mais provável que tomadores com riscos de crédito elevados demandem crédito, aumentando, assim, a probabilidade que estes sejam selecionados. Sabendo de antemão dessa relação, os emprestadores podem decidir não conceder empréstimos, pois não conseguem distinguir os bons dos maus tomadores de crédito. O segundo ocorre depois que a transação é efetuada. O risco moral se refere ao risco de os tomadores de crédito se engajarem em atividades indesejáveis do ponto de vista do emprestador, pois tais atividades reduzem a probabilidade de que o empréstimo seja pago. Da mesma forma que a seleção adversa, o risco moral pode ocasionar o fim da concessão de crédito como uma forma de proteção ao risco do emprestador.

Como os problemas provocados pela informação assimétrica podem colapsar o mercado de crédito, torna-se fundamental a presença de agentes e intermediários financeiros para amenizar esses problemas, uma vez que esses são mais bem equipados do que agentes individuais para distinguir os riscos de créditos ruins dos bons, bem como criar um aparato para monitorar as ações dos tomadores de crédito. Assim, intermediários financeiros tendem a melhorar o bom funcionamento do mercado financeiro, facilitando a transferência de poupança entre emprestador e tomador de crédito, o que tende a gerar, como resultado final, aumento de recursos para o setor produtivo, ocasionando crescimento econômico.

Segundo Becsi e Wang (1997), o canal de transmissão ou de conexão entre o crescimento econômico e sistema financeiro reside no fato que esse último pode aumentar tanto a quantidade quanto a qualidade do investimento agregado. O processo de intermediação proporcionado pela indústria de serviços financeiros amplia a probabilidade da realização de investimentos mais lucrativos. O aumento da quantidade dos investimentos e liquidez se deve às economias de escala, visto que o sistema financeiro reduz os custos envolvidos em uma transação financeira e, dessa forma, consegue captar mais recursos que podem ser utilizados em investimentos no setor privado. A qualidade dos investimentos é ampliada com a intermediação financeira porque os agentes do sistema financeiro estarão mais dispostos a financiar projetos que são mais arriscados (possuem uma rentabilidade esperada mais elevada) do que um poupador individual, pois este último possui o perfil de ser avesso ao risco. O intermediário financeiro se beneficia de sua escala de produção (especialização), visto que essa lhe permite diversificar sua carteira de investimentos, diluindo o risco a níveis razoáveis. Outro canal pelo qual o sistema financeiro pode promover o crescimento é proporcionando às famílias menos abastadas recursos para acumulação de capital humano, pois, de outra forma, essas famílias não teriam acesso à educação, por ser a educação um bem caro.

Isso posto, tanto por reduzir a necessidade de liquidez das firmas como por resolver o problema de indivisibilidade de alguns investimentos, quanto por facilitar a acumulação de capital (físico e humano), a indústria de Serviços Financeiros proporciona um ambiente de liquidez e um sistema financeiro que contribui para criar um ambiente mais propenso ao crescimento econômico.

Por fim, outras literaturas acadêmicas relevantes sobre nosso ângulo de pesquisa aqui, são o estudo Beck e Levine (2002) que verificou que o crescimento económico está ligado ao desenvolvimento financeiro e a indústria de serviços financeiros. Bem como, o estudo de Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998) que indicou que o crescimento de uma empresa está positivamente relacionado com o desenvolvimento tanto do mercado de valores mobiliários como do sistema bancário. Já em La Porta (2002) o estudo demonstra que o mercado livre e a propriedade privada dos bancos são mais favoráveis ​​ao crescimento económico do que aqueles países cujos bancos são pelo governo. Mas um estudo mais recente (Everton Silva; Sabino da Silva Porto, 2006) e com forte aprofundamento empírico, corrobora que as revisões teóricas citadas de que há evidencia da forte relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Foi usado a técnica de regressão quantílica pelos autores, e produzido um mapeamento mais completo do impacto gerado pelas medidas de desenvolvimento financeiro na distribuição condicional da variável resposta (medidas de crescimento econômico). As estimativas encontradas na regressão quantílica feita por eles permitiu provar que: a) há uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico; b) mesmo controlando por características *cross-country*, os parâmetros estimados se mantêm positivos; e c) quanto maior o quantil (isto é, maior a taxa de crescimento econômico), maior é a contribuição do sistema financeiro para o crescimento econômico.

Embora fique evidente a existência deste vínculo, a teoria econômica ainda diverge sobre a direção de causalidade. O desenvolvimento financeiro pode gerar desenvolvimento econômico, mas também o desenvolvimento econômico, com o aumento da produção e surgimento de instituições sólidas, pode estimular o desenvolvimento financeiro. Segundo os estudos empíricos de Rajan e Zingales (1998) e também Levine e Zervos (1998) um desenvolvimento financeiro inicial maior implica em um maior crescimento do PIB, corroborando com a hipótese de que o crescimento financeiro causa crescimento econômico. Para o Brasil, Matos (2002) testa a direção de causalidade de Granger entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, no período de 1947 a 2000. Os resultados apontam uma relação unidirecional do desenvolvimento financeiro para o crescimento econômico. Marques e Porto (2003) testam a direção de causalidade entre o desenvolvimento financeiro dos mercados bancário e de capitais e o crescimento econômico brasileiro no período de 1950 a 2000 e chegam às mesmas conclusões.

Portanto, com tanta evidencias do papel e importância que o Sistema Financeiro tem no estímulo ao processo produtivo de uma economia, é relevante listar algumas das principais funções desse setor para que possamos cobrir a principal literatura que suporta as razoes da relação positiva da indústria de Serviços Financeiros (Sistema Financeiro) e o crescimento econômico. A próxima seção aborda sobre as funções do Sistema Financeiro.

* 1. O SISTEMA FINANCEIRO E SUAS FUNÇÕES

A seção anterior expôs a literatura que aborda as razoes pelo qual um sistema financeiro atuante através de uma indústria de Serviços Financeiros madura, proporciona uma relação positiva com o crescimento econômico. Percebe- se que o mundo real é caracterizado pela presença de assimetria de informação e poder de mercado, o que dificulta a alocação eficiente dos recursos financeiros, caso não haja uma indústria de Serviços Financeiros e consequentemente seus intermediários financeiros entre poupador e investidor. Essa seção se propõe a aprofundar sobre a literatura que define o que é o Sistema Financeiro no Brasil e descreve suas conceitualmente funções.

O sistema financeiro brasileiro como é hoje conhecido foi especialmente estruturado pela Lei n° 4.595, de 31/12/64, que estabeleceu o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil - BCB, e a Lei n° 6.385, de 2/12/76, que estabeleceu a Comissão de Valores Mobiliários – CVM e outras disposições sobre o mercado de títulos. Desde então, pequenas alterações têm sido feitas na estrutura do sistema financeiro nacional. Na nova constituição promulgada em 1988, uma questão importante e ainda não resolvida é a regulamentação do artigo 192, que trata do sistema financeiro e tem potencial para mudar sobremaneira o atual sistema financeiro brasileiro.

O sistema financeiro brasileiro é composto por um conjunto de instituições de regulação e de fiscalização e por um conjunto de empresas (que nada mais que a indústria de Serviços Financeiros) que vendem seus serviços ao público.

As instituições reguladoras são:

* **Banco Central do Brasil (BCB)**, que faz a supervisão bancária e conduz a política monetária, atuando diretamente no mercado financeiro com compra e venda de títulos e regulando o sistema financeiro por meio de resoluções, circulares e comunicados;
* **Comissão de Valores Mobiliários (CVM),** que regula o mercado de capitais e emite suas decisões por meio de instruções, além de ter poder para intervir em negócios efetuados no mercado de capitais;
* **Superintendência de Seguros Privados (SUSEP**), que regula e supervisiona o mercado de seguros; e
* **Secretaria de Previdência Complementar (SPC),** que regula e supervisiona as entidades de previdência.

Esses órgãos governamentais trabalham em conjunto para melhorar as condições de poupança e de investimento no Brasil. Em junho de 1996, foi instituído o Comitê de Política Monetária (COPOM) com o objetivo de estabelecer diretrizes para a política monetária e de fixar a taxa de juros de curto prazo praticada pelo BCB, adotando um arcabouço semelhante ao utilizado pelo Federal Reserve - FED dos EUA no estabelecimento da taxa de juros básica americana.

Portanto, a indústria de Serviços Financeiros, formada pelas empresas financeiras, por sua vez, costumam ser divididas em seis grupos:

* **Instituições bancárias**, que são aquelas que podem captar depósitos à vista e, em função disso, influenciam diretamente a oferta monetária;
* **Instituições financeiras não bancárias**, que são aquelas que fazem empréstimos, mas não captam depósitos à vista;
* **Instituições auxiliares**, que são as bolsas de valores e de mercadorias, corretoras e agentes de investimento;
* **Entidades de previdência**, que são os fundos de pensão fechados ou abertos, seguradoras e companhias de capitalização;
* **Administradores de recursos**, que são os responsáveis pelos fundos mútuos, clubes de investimento e consórcios;
* **Sistemas de liquidação e custódia**, que são empresas especializadas na liquidação financeira e na custódia de títulos.

Essa estrutura que define o sistema financeiro e compõem a arquitetura que os players da indústria de Serviços Financeiros no Brasil possam atuar. Esse sistema e seus agentes possuem algumas funções que lhe conferem a capacidade para promover a eficiência alocativa dos recursos financeiros. São elas: a) mobilização de recursos; b) alocação dos recursos no espaço e no tempo; c) administração do risco; d) seleção e monitoração de empresas; e e) produção e divulgação de informação. Abaixo, descreve-se cada uma dessas funções:

1. Mobilização de recursos

Compreende a função de agregação de poupanças individuais. Com esta função, o sistema financeiro permite aos investidores individuais o financiamento completo de seus projetos. Não havendo intermediação por parte de bancos ou outros participantes do sistema financeiro, o investidor estaria restrito a um projeto passível de implementação somente com seus recursos próprios. Assim, investimentos que necessitassem de grandes volumes de recursos só poderiam ser implementados por pouquíssimas famílias abastadas, ou seja, reduziria muito a probabilidade de o investimento ser efetivado, pois nem todas as famílias ricas possuem interesse em produzir ou mesmo possuem o espírito empreendedor. Segundo Carvalho (2002), para que as firmas alcancem escalas economicamente eficientes é essencial que tenham acesso à poupança de vários indivíduos, situação perfeitamente compatível com a intermediação financeira.

1. Alocação dos recursos no espaço e no tempo

Refere-se à importante função de fornecer recursos a projetos de longa duração. Os indivíduos que poupam possuem um horizonte de curto prazo, o que lhes confere um perfil de concessão de empréstimos de alta liquidez, isto é, eles podem desejar converter seus empréstimos em moeda em um período pequeno de tempo. No entanto, investimentos que criam maiores retornos necessitam de um período maior de maturação. Forma-se, deste modo, um conflito de interesses. O sistema financeiro atua no sentido de intermediar essas transações, pois ele capta o depósito do poupador, garantindo-lhe o direito a liquidez, e empresta ao investidor a prazo mais elástico. Esse sistema torna-se mais eficiente quanto maior o número de transações realizadas pelos agentes e intermediários financeiros.

1. Administração do Risco

Os intermediários financeiros figuram como os agentes mais preparados para minimizar os riscos que envolvem as transações financeiras. Isto ocorre devido à diversificação da carteira de concessão de crédito aos diferentes tipos de riscos envolvidos em cada atividade produtiva. Dito em outras palavras, o sistema financeiro busca se proteger dos riscos emprestando a diferentes firmas e setores, pois alguns projetos fracassarão e outros serão bem-sucedidos, mas, na média, o resultado será positivo. Segundo Bebczuk (2003), os agentes enfrentam dois tipos de riscos: risco idiossincrático e risco sistemático.

O primeiro pode ser entendido como inerente à natureza do projeto, o qual pode ser mensurado pela incerteza quanto ao retorno desse projeto após a maturação do investimento. A melhor maneira de minimizar os problemas decorrentes deste tipo de risco é via diversificação de investimentos, pois esta funciona como redutor de custos idiossincráticos, porque, na agregação dos investimentos, o retorno esperado é preservado positivo. O segundo refere-se a situações adversas que podem ocorrer com ambos os tipos de investimentos, sendo a probabilidade de ocorrência igual para todos.11 Assim, uma forma de minimizar esse risco é garantir maior liquidez aos investimentos, para que haja recursos para eventuais necessidades.

1. Seleção e monitoração de empresas

A indústria de Serviços Financeiros proporciona ao sistema financeiro uma importante função de selecionar e monitorar as empresas que possuem as melhores propostas de investimento produtivo. Esta função é exercida, primordialmente, pelos intermediários financeiros, uma vez que estes estão mais bem equipados do que agentes individuais, pois estes últimos não têm o conhecimento técnico necessário, bem como a escala ótima que lhes permitiria selecionar e monitorar as empresas ou investidores a um custo economicamente suportável. Portanto, por causa das economias de escala, o sistema financeiro pode coletar um grande número de informação, adquirir especialização e criar condições críveis para monitorar as ações dos tomadores de crédito, com o intuito de garantir que o principal e os juros sejam pagos.

1. Produção e divulgação de informação

A informação é um bem extremamente importante quando se consolida uma transação, seja ela financeira ou não. A presença de informação assimétrica causa desvantagens para a parte que estiver menos informada, pois a parte mais informada pode utilizar a informação que possui a mais para seu próprio proveito, e isto pode gerar ineficiência econômica. A assimetria de informação, como visto anteriormente, pode ocasionar problemas de seleção adversa e de risco moral, problemas que podem até mesmo colapsar o mercado de crédito. Com a atuação do sistema financeiro, esses problemas são minimizados, permitindo o funcionamento a contento do mercado de crédito e liquidez. Entretanto, a informação gerada pela indústria de Serviços Financeiros tende a transcender os problemas de seleção adversa e risco moral pertencentes às duas partes da transação financeira (poupador e tomador de empréstimo), pois o mercado como um todo se beneficia. Por exemplo, quando um banco concede um empréstimo para uma determinada empresa, ele não só está fornecendo liquidez para a firma (a qual investirá na ampliação da capacidade produtiva) como também está sinalizando, indiretamente, para o mercado que esta firma está “saudável” economicamente, uma vez que o banco analisou seu projeto e concedeu empréstimo. Neste sentido, o sistema financeiro poderia ser pensado como um indicador de qualidade de firmas.

Posto essa seção termos evidenciado a literatura que suporta os motivos do sistema financeiro ser o meio para a transmissão de liquidez e eficiência alocativa para produção de crescimento econômico, na próxima subseção iremos aprofundar e revisar sobre a indústria que compõem os autores do sistema financeiro: a indústria de Serviços Financeiros no Brasil.

* 1. A INDUSTRIA DE SERVICOS FINANCEIROS NO BRASIL

Nesse capitulo o proposito é de revisar e aprofundar sobre a indústria de Serviços Financeiros no Brasil, mas sempre conectando o objetivo central desse estudo que é evidenciar teórica e empiricamente a relação dessa indústria com crescimento econômico.

A excelência da indústria financeira do Brasil é hoje reconhecida em todo o mundo, contribuindo para projetar o País como um mercado de fato atraente para os principais agentes internacionais. Os sólidos fundamentos das organizações desse setor se traduzem em ótimos níveis de rentabilidade, ofertas diversificadas de produtos, penetração crescente em faixas pouco exploradas da população, invejável base tecnológica e destacável estrutura de gestão de riscos.

Associado ao fato de termos uma excelente indústria de SF e sua contribuição para o desenvolvimento financeiro no Brasil; cada vez mais, literaturas acadêmicas e evidências empíricas têm fortalecido a percepção de que o desenvolvimento financeiro é fundamental para o crescimento econômico. (Levine, 1997). Esse desenvolvimento financeiro é consequência de uma indústria de Serviços Financeiros profunda e dinâmica – e que por sua vez está sendo redesenhada globalmente por segmentos como o shadow banking e a evolução do mercado de capitais (o que não é diferente no Brasil). Os argumentos que suportam a relação dessa indústria com crescimento econômico, baseiam-se no fato de que a disponibilidade de que bons projetos de investimentos e poupança financeira abundante não são suficientes para garantir altas taxas de crescimento. Uma das características do sistema capitalista é a separação entre poupadores e empreendedores. Entre estes encontra-se a indústria de Serviços Financeiros (leiam-se também o sistema financeiro). Uma condição essencial para maximizar o crescimento econômico é que o sistema financeiro funcione de modo a alocar os recursos aos projetos de maior produtividade. Isto, por sua vez, depende do grau de desenvolvimento e sofisticação do setor financeiro.

Liang e Reichet (2007), também afirmam que o desenvolvimento do setor financeiro pode desempenhar um papel de liderança no crescimento econômico ou, então, assumir um papel mais passivo, simplesmente atendendo às demandas derivadas das necessidades da expansão econômica. Segundo eles nos primeiros estágios, normalmente o desenvolvimento econômico leva ao desenvolvimento do setor financeiro. À medida que ocorra o crescimento econômico, a direção da causalidade pode se inverter, com o setor financeiro passando a liderar o desenvolvimento econômico. Neste caso, os ganhos de eficiência associados ao processo de intermediação podem contribuir para a sustentabilidade do crescimento, com a indústria de Serviços Financeiros criando os meios para que consumidores e empresas, atuando como investidores e tomadores de empréstimos, possam ter acesso a serviços de intermediação mais eficientes, poupando tempo e reduzindo custos de transação.

Ainda sobre o desenvolvimento do mercado financeiro, de acordo com Gokarn (2011), o mesmo pode ser associado ao bom funcionamento de vários atributos, entre os quais a eficiência, a estabilidade, a transparência e a inclusão. O surgimento de mecanismos de intermediação e de produtos financeiros pode contribuir para a melhoria de um ou mais desses atributos. Nesse contexto, vale notar que os a indústria de fundos de investimento desempenha importante papel no desenvolvimento do sistema financeiro como um todo e do mercado de capitais, em especial. Ao reunir os recursos de diferentes investidores, podemos inferir que os fundos de investimento contribuem não apenas para a inclusão, mas também para o funcionamento eficiente dos mercados. Dentre as contribuições da indústria de fundos para o desenvolvimento econômico, podemos citar: funding para financiamento do setor público e de empresas; formação de preços e estímulo ao aumento da liquidez dos ativos, em função dos maiores volumes transacionados; formação de profissionais; geração de empregos e arrecadação fiscal, entre outros. Por isso, como o shadow banking, o mercado de capitais – também iremos aprofundar esse importante segmento da indústria de Serviços Financeiros brasileira como forma de cobrimos a literatura e histórico desses nichos que agregam para o crescimento econômico no Brasil.

Na literatura acadêmica que cobre como nossa indústria de Serviços Financeiros (e que são os agentes de nosso Sistema Financeiro) veio sendo desenvolvido ao longo dos ultimo 50 anos, há a percepção geral dos analistas que o sistema financeiro brasileiro evoluiu significativamente – saindo de uma estrutura que foi reestruturada no Governo Castello Branco quando foram aprovados três documentos que estabelecem a base legal do sistema: i) a Reforma Bancária (Lei Nº 4595 de 31/12/1964); ii) a reforma Habitacional, criando o sistema financeiro de habitação (Lei Nº 4380 de 21/08/1964) e iii) a Reforma do Sistema Financeiro e do Mercado de Capitais (Lei Nº 4728, de 14/07/1965). Nesse período a filosofia que norteou estas reformas foi a de segmentação do mercado financeiro, através da especialização das funções das instituições financeiras, e da vinculação da captação com a aplicação dos recursos.

Segundo Barbosa (1994) que apresentou uma resenha seletiva do sistema financeiro brasileiro e por consequência da indústria de Serviços Financeiros, descrevendo as suas principais características do segmento e analisando as tendências que interferiram no processo de transformação da indústria. Sua conclusão foi que desde a primeira metade da década de 60, diversas reformas trataram de aperfeiçoar as instituições do mercado financeiro. Por outro lado, o desenvolvimento da própria economia, e em particular a presença constante da inflação no cenário econômico, levou o sistema financeiro a se adaptar às oportunidades lucrativas que apareceram, acumulando um bom número de distorções no processo de intermediação financeira. Essas distorções precisariam ser corrigidas para que o sistema permitisse aos poupadores alocarem sem restrições o consumo ao longo do tempo, e os investidores disponham de recursos que possibilitasse-os levar adiante seus planos de produção. (Barbosa, F H; 1994)

Franco, A.A.M. e C. Pacheco (1979) e um relatório da SAEDE (2010) descrevem a indústria de Serviços Financeiros como constituído por empresas com atividade econômica bastante diversificada. Entre elas, destacam-se os bancos, as seguradoras, as ‘financeiras” e as empresas de cartões de crédito. Mas há ainda cooperativas de crédito, empresas de factoring, corretoras e distribuidoras de títulos etc. Nessas publicações e dados também há a descrição sobre a historia e organização industrial da indústria de serviços financeiros no Brasil – que ate há pouco mais de 15 anos era quase que apenas formada pelo segmento bancário.

Nos primórdios a arquitetura dessa indústria de serviços financeiros era formada pelas seguintes instituições financeiras: a) bancos comerciais, b) bancos de investimento, c) sociedades de crédito financiamento e investimento, e d) sociedades de crédito imobiliário. Contudo, o número de estabelecimentos bancários no Brasil sofreu uma grande redução de 1964 até os primeiros anos da década dos 70, em virtude do processo da fusão que ocorreu naquele período. Com efeito, em 1964 existiam 336 bancos comerciais, enquanto em 1974 este número tinha se reduzido para 109 (Beck, 2005). Já a partir da Reforma Bancária de 1988 uma retomada no crescimento do número de bancos no Brasil; onde no período 1988-1995 o sistema bancário mais do que dobrou de tamanho, pois o número de bancos passou de 124 em 1988 para 259 em abril de 1995, como resultado da nova política de reduzir as barreiras à entrada, com a eliminação das cartas patentes e a criação dos bancos múltiplos.

Todavia, Agnes (2003), já previa a redução do numero de players no segmento bancário dado a dificuldade de sobreviver num ambiente mais competitivo e menos inflacionário. Contudo essa redução no numero de agentes no segmento bancário não é relevante quando olhamos o crescimento da indústria de Serviços Financeiros como um todo - que vem crescendo no Brasil organicamente em todo o período descrito. Ou seja, apesar do mais relevante segmento dentro da indústria de Serviços Financeiros (os bancos) ter passado pelas transformações citadas, ate chegar a atual arquitetura de grandes conglomerados bancários e que comparativamente com as décadas passadas ter havido uma redução de players; do outro lado, os demais segmentos da indústria de Serviços Financeiros cresceram significantemente junto com o amadurecimento do mercado de capitais e da existência do conceitualmente chamado de Shadow Banking.

O evento da “desregulamentação do sistema financeiro” global (e não diferente no Brasil) das ultimas 2 décadas é um tema para se ressaltar nesse estudo e que foi relatada no artigo *“Financial Services: Global Perspectives”* de Moshirian (2005). Esse já mapeava uma série de pesquisas empíricas que exploraram a desregulamentação dos mercados financeiros, como fatores que contribuíram para à integração dos mercados financeiros mundiais. Também aprofunda a nova maneira de definir as atividades das instituições dentro dessa nova arquitetura de Serviços Financeiros mundial - e a forma como as suas atividades podem contribuir para um aumento do volume da prestação serviços financeiros.

Moshirian evidencia que os mercados financeiros, na medida que foram gradualmente desregulamentados, trouxe o impacto positivo no aumento de investimento direto estrangeiro (IDE) através dos atores financeiros nos países globalmente. O aumento das atividades de IDE levou alguns pesquisadores a demonstrar que isso é uma consequência de uma nova estrutura da indústria de Serviços Financeiros, e que se ampliou principalmente pelo aprofundamento do i) Mercado de Capitais e da existência do ii) *Shadow Banking* no mundo. O estudo citado não deixa de mencionar que o fato de economia global estar cada vez mais integrada, com maior concorrência e havendo desregulamentações; também contribuíram para a consolidação das instituições financeiras e têm aumentado a sua capacidade de criar mais inovações financeiras e também oferecer diferenciação de produtos e serviços financeiros.

Como parte de entender canais de transmissão de credito e liquidez para a atividade produtiva – fluxo esse que suporta a relação positiva com crescimento econômico que este estudo se propõe a revisar; é fundamental incluir a literatura mais atual sobre os segmentos que estão *redesign* a indústria de Serviços Financeiros no Brasil. Nesse sentido, o notório crescimento do mercado de capitais brasileiros e do aparecimento do convencionado globalmente como o Shadow Banking são temas que iremos aprofundar na perspectiva de como eles apoiam a intermediação financeira e de credito.

* 1. SHADOW BANKING – UMA REALIDADE PÓS-2008

A importância de revisar sobre esse novo segmento chamado de Shadow Banking nesse estudo é dada, pela relevância que esse universo já possui como um veiculo de transmissão de recursos (credito em sua maioria, mas também através de *equity*) para a economia produtiva e por consequência crescimento econômico – tema central desse estudo.

De acordo com o relatório de estabilidade financeira do BACEN (2015) a definição dada por ele e que é adotada por vários organismos internacionais estabelece o *Shadow Banking* como um sistema de intermediação de crédito que envolve atividades e entidades fora do sistema bancário tradicional. Há o entendimento que por um lado, tais atividades podem ser complementares ou concorrentes às desempenhadas pelo sistema bancário tradicional, ampliando o acesso ao crédito e provendo fontes alternativas de investimento, contribuindo, dessa forma, para uma maior eficiência do mercado financeiro e apoiando o crescimento econômico. O estudo “As transformações do Sistema financeiro Internacional” de Cintra e Gomes (2012) trata desse advento como um novo segmento dentro da indústria de Serviços Financeiros (*shadow banking system*)*.* Esse termo foi empregado, pela primeira vez por Paul McCulley (2007), diretor executivo da maior gestora de recursos do mundo, a PIMCO. Esse sistema se desenvolveu ao longo das últimas décadas tendo como pano de fundo as complexas relações que se estabeleceram entre instituições financeiras nos opacos mercados de balcão.

Desde o final da década de 1980, esses mercados de balcão têm sido amplamente utilizados para a negociação de derivativos financeiros, por meio dos quais as instituições financeiras tanto podiam buscar cobertura de seus riscos de câmbio, de juros e de preços de mercado de outros ativos como especular sobre a tendência desses preços ou efetuar operações de arbitragem. Enquanto se restringiam às negociações desses ativos, as relações entre o sistema bancário propriamente dito e as instituições integrantes do *global shadow banking system*resumiam-se aos créditos que o primeiro concedia ao segundo e ao fato que era frequente a realização de operações entre ambos. Mas, quando estes mercados de balcão passaram a negociar derivativos de crédito e títulos oriundos da securitização dos créditos concedidos pelos bancos comerciais, combinados com algum tipo de derivativos que recebem o nome genérico de "produtos estruturados", o sistema bancário e o *global shadow banking system*se interpenetraram de modo quase inextrincável.

Essa relação se deu, pois, os bancos buscaram diversas formas de retirar os riscos de seus balanços com o objetivo de alavancar suas operações sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelos acordos de Basileia (Cintra & Prates, 2008, e Freitas, 2008). Fizeram isso de diversas formas: adquirindo proteção contra os riscos de crédito nos mercados de derivativos, securitizando créditos com rendimento atrelado aos reembolsos devidos pelos tomadores de empréstimos e criando diversos veículos especiais de investimento (*Special Investments Vehicles ou SIV*), *conduits* ou SIV-*lites*. Mas, somente puderam transferir esses riscos porque outros agentes financeiros se dispuseram a assumir a contraparte dessas operações, ou seja, assumir riscos contra um retorno que, à época, parecia elevado. As outras instituições financeiras, que não estavam sujeitas às normas prudenciais dos Acordos de Basileia, passaram a ter um acesso considerado altamente remunerador às operações de crédito. Bastava captar recursos no mercado de títulos de curto prazo e adquirir os títulos de longo prazo securitizados com lastro em créditos emitidos pelos bancos e/ou vender a esta proteção contra os riscos de crédito para reproduzir "sinteticamente" uma operação de crédito. Dessa forma, os mercados de balcão passaram a constituir o palco de negociação tanto de ativos como de passivos das instituições financeiras. Enquanto tal, eles se transformaram em um relevante canal de credito de longo prazo e de investimentos/*funding* para a economia real (empresas e projetos) se tornando aos tempos atuais um significativo driver de crescimento econômico.

Vale notar que essas mudanças no sistema financeiro ocorridas nas ultimas 2 décadas nas principais praças financeiras no mundo e que por isso, vem redesenhando a arquitetura da indústria de Serviços Financeiro globalmente, sofreu um impacto significativo a partir de 2008 (crise do Subprime Americano) e que tem trazido novas perspectivas da desregulamentação aos tempos atuais. A consequência desde então é um crescimento exponencial das praticas de *Compliance* pelo mundo financeiro. Para Mikael C. Bergbrant, Kaysia T. Campbell, Delroy M. Hunter, James E. Owers (2015) em “*Does deposit insurance retard the development of non-bank financial markets?*” essas novas praticas afetaram muito mais o tradicional segmento bancário, favorecendo ainda mais o aprofundamento desses novos segmentos de non-banking Financial Services (*Shadow Banking*).

Por outro lado, o *Shadow Banking*, tem sido acompanhado por especialistas e levantado questões como, tornar-se uma nova fonte de risco sistêmico, por envolver, sem a devida supervisão e regulação, riscos e papeis tipicamente bancários, tais como alavancagem, transformações de maturidade e de liquidez e transferência de risco de crédito. Além disso, suas conexões com os bancos podem implicar na transferência de riscos desse setor para o sistema bancário tradicional, razão pela qual os organismos internacionais têm desenvolvido estudos e recomendações com o objetivo de reduzir as oportunidades de arbitragem regulatória e de mitigar a disseminação de riscos entre os diversos setores do sistema financeiro. **[ INCLUIR AQUI REPORT SOBRE Shadow Banking: Non-bank Credit Intermediation Heightens Risks for the Global Financial System]**

* 1. MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL – DA ESTABILIZACAO DO REAL AOS TEMPOS ATUAIS

O Mercado de Capitais mencionado nesse capitulo como uma das vertentes que tem remodelado a Industria de Serviços Financeiros no Brasil – vem passando por transformações relevantes desde a década de 90. Conceitualmente o mercado de capitais é o meio mais eficiente para a captação de recursos que permitam a expansão do setor produtivo. Seu surgimento é resultado da evolução da necessidade de um local único para a troca de bens, mercadorias, contratos e futuros, possuindo também um longo histórico de atuação e relevância no desenvolvimento econômico e social do mundo, desde o seu início, há alguns séculos. É sua função concentrar, organizar e tratar de maneira transparente a negociação de títulos e valores mobiliários, servindo como uma das principais, senão a principal alternativa de captação de recursos de longo prazo para as empresas.

No Brasil, o sistema financeiro e o mercado de capitais a partir da década de 90 passaram pelos movimentos de concentração de capital, surgimento e proliferação dos bancos universais, abertura financeira, tendo maior participação do capital externo no financiamento e ingresso de instituições financeiras estrangeiras. O sistema financeiro brasileiro passou a ter como principais características a crescente participação das operações de crédito de maior prazo no financiamento, com importante destaque para o papel que o BNDES passou a ter no incentivo do acesso ao empréstimo de longo prazo. Outros players (como os bancos públicos) nos financiamentos de maiores prazos (via o mercado de capitais) da economia produtiva vem se desenvolvendo significativamente nos últimos 20 anos.

A década de 90 testemunhou o crescimento da importância relativa do mercado de capitais no Brasil. Uma série de mudanças no quadro macroeconômico e regulatório no início da década - estabilização da economia, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsas etc. - tornou o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. O resultado destas mudanças foi uma entrada significativa de investimentos externos direcionados ao mercado de capitais. A entrada líquida de capitais partiu de US$ 386 milhões em 1991 para alcançar uma média anual de US$ 3.3 bilhões entre 1993 e 1996. O saldo, no entanto, tornou-se negativo em 1998 (US$ 2.4 bilhões) como reflexo da ameaça de crise cambial que se confirmou no início de 1999. Em 1999 há uma recuperação, com uma entrada líquida de US$ 1.1 bilhão, valor ainda bastante aquém da média anterior à crise cambial de 1998/1999.

O reflexo desta maciça entrada de capitais estrangeiros foi um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa. A capitalização bursátil como proporção do PIB partiu de uma média de 8% nos anos 80, para atingir valores de até 33.5% em 1994, com uma média de 26.3% entre 1993 e 1998. O volume transacionado como proporção do PIB, que teve uma média de 2.7% entre 1980 e 1989, cresceu para um valor médio de 16.7% entre 1993 e 1998. Acompanhando a mesma tendência, o turnover partiu de uma média de 28% na década de 80, para atingir 64% entre 1993 e 1998, chegando a um máximo de 107% em 1998.

Comparações internacionais também ilustram o aumento da importância relativa do mercado acionário brasileiro na década de 90. Em termos de capitalização bursátil, o Brasil cresceu a uma taxa de 261% contra uma média mundial de 139% e mediana de 72%. Neste quesito ocupávamos a 33ª posição no período 1988-90, e passamos a ocupar a 28ª posição no período 1994-1996. No que se refere a valor transacionado, crescemos a uma taxa de 340% contra uma média de 350% e mediana de 163%, passando da 25ª para 20ª posição. A fraca classificação nos critérios de capitalização bursátil e valor transacionado como proporção do PIB reflete, em termos comparativos, a pouca importância do mercado acionário relativamente à economia brasileira.

O florescimento do mercado secundário teve correspondente no mercado primário: o valor das emissões de papéis por empresas de capital aberto cresceu significativamente nos anos 90. O volume de emissões de ações partiu de uma média anual de US$ 564.7 milhões no período 1980-89 para alcançar um valor médio de US$ 1.89 bilhões no quinquênio1993-98. Com respeito à emissão de debêntures, o volume de emissões aumentou de uma média anual de US$ 979 milhões no período 1980-89 para US$ 6.4 bilhões no quinquênio 1993-98. Uma comparação internacional, no entanto, indica que a emissão de ações como proporção da formação bruta de capital fixo é bastante modesta: em 1996 somou apenas 0,78%. Neste mesmo ano os Estados Unidos e o Reino Unido apresentavam 17%; Chile e Malásia, 14%; Índia, 11%; Indonésia e Filipinas, 8% e Colômbia, França, Hungria e Quênia, 5%.

O Brasil voltou a vivenciar, no período 2004-2006, uma evolução no mercado de ações e títulos de dívida. A emissão primária de ações e de divida de longo prazo (debentures, notas promissórias, etc...) teve um crescimento significativo. Sant’Anna (2008) coloca como fatores explicativos para retomada relevante do mercado de capitais na obtenção de recursos financeiros - a estabilidade econômica, acúmulo de reservas internacionais, mudanças na regulação financeira, redução da taxa de juros e a busca por ativos mais rentáveis. Nesse momento os setores da economia que mais fizeram uso desse mercado foram a construção civil, imobiliário, alimentício, energia elétrica e instituições financeiras, os quais se utilizaram do lançamento de ações para minimizar seu grau de alavancagem e para o crescimento da empresa (fusões e aquisições), em detrimento ao destino para investimentos em capital fixo, o qual foi muito baixo. Além da melhor condição macroeconômica do país, a situação de elevada liquidez internacional desse período, também ajudou para o avanço do mercado de capitais nacional, pois esse foi dinamizado pelo forte ingresso de capital externo no mercado de ações do Brasil.

Contudo, mesmo com essa expansão vivenciada nos anos 2004-2006 o mercado de capitais brasileiro ainda se encontra insuficiente para atender às necessidades de crescimento das empresas brasileiras. Não houve um desenvolvimento completo dos mercados de dívida privada e de ações, os quais são restritos a grandes empresas e tem elevada presença do capital internacional. No período mais recente, após a crise de 2008 até 2012, a economia brasileira apresentou flutuações nas condições macroeconômicas, pois os efeitos negativos da crise financeira de 2008, desvalorização da moeda, alta dos juros e queda da liquidez internacional afetaram o desenvolvimento da economia. A rentabilidade das empresas caiu, os créditos tornaram-se mais caros e etc, caracterizando uma baixa no ciclo econômico. Em 2009-2010 a economia se recuperou, com a revalorização do real e com a ajuda do governo, na concessão de créditos, especialmente o BNDES com recursos de longo prazo. Assim, a atividade econômica expandiu novamente. Entretanto, em 2011 e 2012 a economia desacelerou seu crescimento, com efeitos da crise na zona do euro, queda na demanda externa e nova desvalorização do real (Almeida e Novais, 2012).

* 1. A INDUSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL

As seções apresentadas anteriormente (Shadow Banking e Mercado de Capitais), estão redesenhando a indústria de Serviços Financeiros no Brasil pela importância, desenvolvimento e impacto que estão proporcionando no mercado financeiro. Portanto, não poderíamos deixar de revisar historicamente e atualizar sobre o segmento que é transversal ao Shadow Banking e ao Mercado de Capitais: a indústria de Fundos de Investimentos no Brasil.

Essa é uma indústria que serve de veiculo de investimento para a aplicação do conceito do shadow banking no mundo; bem como, um potencializador da evolução e amadurecimento do mercado de capitais – na medida, em que profissionaliza a poupança de investidores e famílias na alocação de recursos nos ativos produzidos pelo mercado de capitais.

Não obstante, é importante mencionar a existência de um efeito retroalimentador entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o fortalecimento da indústria de fundos, na medida em que o primeiro amplia as alternativas para a diversificação das carteiras dos fundos de investimento, enquanto estes últimos demandam sofisticação na infraestrutura de mercado, que passa, mas não se limita, por exemplo, à demanda por transparência e ampliação de referências de preços, bem como por aperfeiçoamentos dos ambientes de registro e negociação.

Como dito, a revisão histórica dessa indústria, segundo Tosta de Sá (1979), se inicia com o primeiro documento oficial a tratar de fundos de investimentos no Brasil foi a Portaria n° 309, de 1959, do Ministério da Fazenda. O primeiro fundo de investimento no Brasil, segundo Andrezo e Lima (1999), foi o Fundo Crescinco, criado em 1957, sendo que até 1970 existiam apenas onze fundos no Brasil. Em 1970, com a preocupação de proteger o investidor, a Resolução n° 145 do BCB regulamentou a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimentos. Eles eram voltados para investimentos em ações, devendo ter um mínimo de 60% neste ativo financeiro. Tal arcabouço legal estabeleceu diversas regras que perduram até hoje, tais como i) divulgar a qualificação dos gestores; ii) criar um regulamento para o fundo; iii) divulgar a composição e rentabilidade da carteira; e iv) limitar a aplicação em ativos do próprio administrador.

O volume de investimento nos fundos cresceu fortemente até 1971, em paralelo a uma forte alta da bolsa. Entretanto, com a acentuada queda no valor das ações que se seguiu na primeira metade da década de 70 (o valor das ações chegou a cair 90%), os fundos de ações também perderam muito patrimônio, ficando esquecidos até a década de 90. Vale acrescentar o Fundo 157, criado pelo Decreto-lei n° 157, de 1967, que visava a incentivar o investimento em ações por meio da aplicação de parcela (10%) deduzida do imposto de renda a ser pago por pessoas físicas e jurídicas. Esse fundo teve um papel muito maior do que os fundos de ações no desenvolvimento do mercado de ações, tendo seu patrimônio atingido três vezes o dos demais fundos de ações no fim da década de setenta. Em 1984, por meio da Resolução n° 961, o BCB criou duas categorias de fundos: Fundo Mútuo de Ações, com um mínimo de 70% em ações; e Fundo Mútuo de Renda Fixa, com um mínimo de 60% em títulos de renda fixa emitidos pelo governo e um máximo de 10% investidos em ações. Em 1985, por meio da Resolução n° 1023, o BCB transformou os fundos fiscais 157 em Fundos Mútuos de Ações2. Em 1986, por meio da Resolução n° 1.199, o BCB criou o Fundo de Aplicações de Curto Prazo, visando às aplicações financeiras com menos do que 30 dias. Esse também foi um período de alta inflação, chegando à hiperinflação entre 1986 e 1994, período em que o sistema financeiro girava em torno das aplicações de renda fixa de curtíssimo prazo. Eram negócios de um dia realizados por meio das operações compromissadas contratadas diretamente com investidores finais e conhecidas como “operações de overnight”. No início dos anos noventa, dois planos econômicos (Plano Collor I e II), com o objetivo de controlar a inflação, geraram grandes mudanças no valor das aplicações financeiras sem conseguir, contudo, acabar com a inflação.

Por conta desses planos, o governo instituiu novas regras (Resoluções n° 1.787/1991 e 1.912/1992), as quais criaram os Fundos de Aplicação Financeira (FAF), os Fundos de Renda Fixa (FRF), o Fundo de Renda Fixa - Curto Prazo (FRF-CP) e o Fundo de Commodities que absorveram o Fundo Mútuo de Renda Fixa e o Fundo de Aplicação de Curto Prazo, criados em 1984 e 1986. Também transferiu a competência sobre a legislação e a supervisão de fundos de ações para a CVM. O Fundo de Commodities não chegava a ser exatamente um fundo para investimento em commodities, mas sim um veículo para diversos tipos de investimentos financeiros. Em dezembro de 1994, por meio da Circular n° 2.517, o BCB autorizou o investimento de até 100% dos recursos desse fundo em títulos públicos federais. Outra importante regulamentação foi o fim dos títulos ao portador, com a Lei n° 8.021, de 1990, que imediatamente levou muitos recursos aos fundos de investimentos de renda fixa. Finalmente, em 1994, foi lançado o Plano Real, o qual acabou por controlar a inflação que assolou o país por mais de uma década. Com o intuito de alongar o prazo das aplicações financeiras, o BCB instituiu, em 1995, por meio da Resolução n° 2.183, o Fundo de Investimento Financeiro (FIF) e o Fundo de Aplicação em Cotas (FAC) de FIF, que incorporaram os FAF, FRF, FRF-CP e o Fundo de Commodities. O FIF e o FACFIF eram sujeitos a depósito compulsório que restringia a rentabilidade e eram oferecidos como de curto prazo, 30, 60 e 90 dias. Quanto menor o prazo, maior o compulsório. Os FIF-60 e FIF- 90 eram livres de compulsório e se o investidor mantivesse o dinheiro aplicado por pelo menos 60 dias, receberia toda a rentabilidade gerada pela carteira do fundo (já que não perdia rentabilidade por conta do compulsório). Em junho de 1999, por meio da Circular n° 2.906, os fundos foram desobrigados de efetuar o depósito compulsório, ficando sem sentido a separação dos fundos de acordo com o prazo. Com isso, passaram a existir apenas o FIF e o FAC. O incentivo para manter o dinheiro por um prazo maior passou a ser feito por meio do imposto sobre operações financeiras - IOF (tratado mais adiante). Além dos fundos mais tradicionais de renda fixa e de ações, diversas outras modalidades de fundos foram regulamentadas pelo BCB, mas todas com pouco volume financeiro (exceto mais recentemente os FIDC):

* Fundo de Capital Garantido (FCG)
* Fundo de Investimento no Exterior (FIEX)
* Fundo Offshore
* Fundo Extramercado
* Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)
* Fundo de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE)

Em paralelo à ação do BCB nos ativos de renda fixa, a CVM, por meio de instruções, também fez várias mudanças nos fundos de ações. Até 1994, os fundos de ações eram simplesmente denominados de Fundos Mútuos de Ações. Em 1991 e 1992, por meio das Instruções n°s 148 e 177, a CVM estabeleceu o Fundo Mútuo de Investimento em Ações (FMIA), o Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre (FMIA-CL) e o Fundo de Investimento em Cotas de Fundo Mútuo de Investimento em Ações – FICFMIA. Também existiram modalidades específicas de fundos, com regulamentação própria, estabelecidas pela CVM ao longo do tempo:

* Fundo Mútuo de Ações Incentivadas
* Fundo Setorial de Investimento em Ações
* Fundos Private Equity
* Fundo de Investimento Imobiliário (FII)
* Fundo de Investimento em Índice – FI

Até o fim da hiperinflação em 1994, os fundos de renda fixa eram simples mecanismos de investimento de curto prazo. Após 1994, surgiram títulos de prazo mais longos, novos instrumentos derivativos e ocorreu um aumento da profundidade e da abrangência do mercado financeiro. Consequentemente originou uma maior demanda pela gestão profissional de investimento oferecida pelos fundos. Além disso, diversas alterações na regulamentação incentivaram o investimento em fundos. Os fundos de commodities, FMIA-CL e FIF, que tinham limite menos restritivo para investir em derivativos, foram a base para os fundos com alavancagem e para a diversificação em várias classes de ativos. Nessa época, surgiram diversos fundos divulgados publicamente como indexados, CDI, cambial, hedge e derivativos.

Um tipo de fundo que ficou muito conhecido por suas estratégias de negócios sofisticadas foi o “Fundo Derivativos” que, em geral, consistia em um FIF com uso intensivo de contratos derivativos para fins de alavancagem, hedge ou qualquer outra estratégia. Também nessa época surgiram os primeiros gestores com propostas de investimentos mais sofisticadas. Um deles, o Linear Investimentos, presidido por um ex-presidente do Banco Central, lançou diversos fundos alavancados e teve um grande sucesso inicial, mas acabou sucumbindo com a Crise da Ásia em outubro de 1997.

Novas crises perturbaram a indústria de fundos e levaram as autoridades a adotarem uma regulamentação mais rigorosa. Em 1997, por meio da Resolução n° 2.451, o BCB obrigou as instituições financeiras a separarem as atividades de gestão de recursos das demais atividades da instituição, criando assim o famoso “Chinese Wall”. No início de 1999, logo após a forte desvalorização da moeda brasileira (o real) e o enorme prejuízo de alguns fundos derivativos, o governo, por meio do BCB e da CVM, lançou nova regulamentação para os fundos de investimento. O BCB emitiu uma norma (Circular n° 2.893), separando totalmente as atividades dos bancos de seus fundos. Com isso, os bancos não puderam mais socorrer seus fundos, o que evitava a transferência de prejuízo do banco para o fundo, e vice-versa. O BCB também obrigou o maior fornecimento de informações por parte dos fundos aos investidores, além de exigir que o administrador tomasse do investidor a ciência dos riscos do fundo.

A CVM, por meio da Instrução n° 302, instituiu o Fundo de Investimento em Títulos e Valores mobiliários (FITVM) e o Fundo de Investimento em Cotas de FITVM (FIC-FITVM); criou a figura do investidor qualificado e ampliou a exigência de fornecimento de informação a investidores. O FITVM passou a incorporar os FMIA e FMIA-CL e a demandar que as aplicações do fundo estivessem de acordo com a política de investimento declarada.

O investidor qualificado foi definido como qualquer instituição financeira, seguradora, fundo de pensão (EFPP e EAPP) ou pessoa jurídica com patrimônio líquido maior do que R$ 5 milhões, e pessoa física com investimentos em fundos em valor maior do que R$ 250mil, ou com patrimônio maior do que R$ 5 milhões. Os fundos passaram a ser obrigados a enviar trimestralmente a seus investidores informações detalhadas sobre composição, valor da carteira e cota do fundo, além de indicar de forma clara a política de investimento e o grau de alavancagem praticado. Cada cotista passou a ser obrigado a assinar um termo de adesão, declarando estar ciente de todos os riscos assumidos. Tudo isso levou a uma maior transparência da indústria de fundos, mas também a um maior custo de manutenção dos fundos. Até então, a regulamentação e a supervisão dos fundos estava dividida entre o BCB, para os fundos de renda fixa, e a CVM, para os fundos de ações. Em 2002, por meio do Comunicado Conjunto n° 10, os fundos de investimento em renda fixa passaram para a jurisdição da CVM. Segundo Lobianco (2003), a transferência da responsabilidade dos fundos de renda fixa para a CVM deve levar ao aumento e à padronização do fornecimento de informações desses fundos, semelhante ao que já ocorre com os fundos de ações. Outra crise ocorreu no meio do ano de 2002, conhecida como crise da marcação a mercado – MaM (BRITO e TACIRO JR, 2003).

Nesse momento ocorria uma crise política gerada pela proximidade da eleição presidencial, alguns candidatos sugeriam o default da dívida pública, o que imediatamente criou alguma dificuldade para o financiamento da dívida. As taxas de juros subiram e o valor de mercado dos títulos públicos diminuiu. Vários grandes fundos de renda fixa (fundos DI) eram oferecidos sem a correta marcação a mercado e, em maio de 2002, foram obrigados a marcar a mercado o valor das suas cotas, levando-os a mostrar grandes prejuízos a seus investidores. Isto gerou, consequentemente, uma crise de confiança nos fundos de renda fixa que ocasionou resgate de 15% do patrimônio desses fundos. Apesar dessas crises, a indústria de fundos continuou a crescer e a se sofisticar. Em 2004, a CVM, por meio da Instrução nº 409, estabeleceu novas normas para os fundos de investimentos, agora englobando a renda fixa.

Nessa norma detalhou melhor a responsabilidade de diversos participantes da indústria de fundos; definiu e aumentou as responsabilidades do gestor versus o administrador. O gestor passou a ser responsável pela política de investimento, riscos e limites de concentração da carteira; destacou a figura do distribuidor, que ficou responsável pelo pagamento dos tributos devidos pelo investidor; criou um padrão de apresentação e obrigatoriedade de divulgação de rentabilidade (12 meses), do patrimônio (últimos 12 meses), da data de início, das taxas de administração e de performance e permitiu a carência no resgate das cotas dos fundos. Também definiu uma classificação para os fundos, que segue:

* Fundos de curto prazo: carteira com títulos de prazo máximo de 365 dias;
* Fundo referenciado: no qual há um benchmark a ser seguido;
* Fundo de renda fixa: investe no mínimo 80% da carteira em ativos relacionados diretamente ou sintetizados, via derivativos, com a renda fixa;
* Fundo de ações: investe no mínimo 67% de sua carteira em ações; • Fundo cambial: tem como objetivo de investimento um mínimo de 80% em ativos atrelados à taxa de câmbio;
* Fundo de dívida externa: deve investir um mínimo de 80% da carteira em títulos da dívida externa brasileira no exterior;
* Fundo multimercado: tem uma política de investimento que envolve vários fatores de risco.

A Instrução n° 409 foi levemente modificada pelas Instruções nº 411/2004, 413/2004, 450/2007, 456/2007 e 465/2008. Ficou permitido o investimento direto no exterior por parte dos fundos multimercado em até 20% da carteira, em até 10% para os outros fundos, e ilimitada para fundos destinados exclusivamente para investidores qualificados. Permitiu-se o maior investimento em títulos de crédito privado e criaram-se os fundos apenas com risco de crédito privado.

Relatar essa evolução de um dos principais segmentos atuais da indústria de Serviços Financeiros no Brasil (a indústria de fundos de investimentos) nesse estudo é pela importância econômica que a mesma já tem atualmente, que em termos de atividade financeira, a indústria de fundos vem exprimindo enorme crescimento dos ativos, correspondente a 20% a.a.

Comparando os ativos totais dos fundos mútuos em diversas regiões do mundo e o Brasil, tem –se que o crescimento anual mundial foi de 11%, sendo que nos BRICs essa taxa foi de 21%, explicada pela entrada da estatística da China em 2007 e pelo crescimento acima da média vindo do Brasil. A participação relativa do Brasil em cada uma dessas regiões é responsável pela maior parte da indústria na América Latina, e vem, nos anos recentes, crescendo em relação ao resto do mundo, embora perca participação para os outros BRICs. Isso posto, a importância crescente dos fundos de investimento no Brasil e no resto do mundo se dá pelo aumento do volume de recursos e consequentemente o grande impacto da poupança dos indivíduos nos fundos e dos fundos no mercado de capitais de todo o mundo.

Segundo dados de dezembro de 2009, 85% dos fundos mútuos norte-americanos pertenciam a investidores individuais e estes detinham 21% dos ativos financeiros dos indivíduos. Seus ativos respondiam por 28% do capital das empresas abertas e por 12% dos títulos federais do governo dos EUA. No Brasil, na mesma data, os fundos detinham 53% dos títulos públicos (incluindo operações compromissadas), 17% das debêntures e 8% das ações. Dados de 2014 (ANBIMA, 2015) já revelam crescimento orgânicos dessas proporções, com a indústria detendo aproximadamente 42% da dívida pública em mercado, 33% dos títulos de renda fixa registrados na Cetip e 13% do volume de ações registrado na BM&FBovespa. Reforçando a relevância na participação no financiamento do governo e de empresas, e, com isso, o seu potencial como provedor de recursos para investimentos, por meio da maior alocação no mercado de capitais – que é um dos pilares desse estudo: a indústria de serviços financeiros (e seus players) como agentes do processo de crescimento econômico.

Nos últimos 20 anos, a indústria brasileira de fundos de investimento apresentou significativa evolução como demonstrado - não apenas no que se refere ao seu tamanho; pois o patrimônio líquido se situa entre os sete maiores do mundo –, mas também no que diz respeito à sua estrutura, aparato regulatório e escopo da auto-regulação. A indústria de fundos brasileira vem crescendo em termos absolutos e relativos. Inclusive esse crescimento relativo ocorre comparativamente à indústria de fundos no resto da América Latina, e mesmo em relação aos EUA, embora a indústria norte-americana de fundos seja 14 vezes maior do que a brasileira. Ela cresce também em relação aos outros ativos financeiros, embora não tenha conseguido ultrapassar os ativos dos bancos comerciais e também é concentrada em termos do volume total nesses grandes bancos comerciais em termos do volume total - mas há claramente uma arquitetura onde os gestores de fundos independentes já representam relevância nessa indústria (em 2012 atingiu o pico de aproximadamente 1000 empresas independentes de gestão de fundos).

Em um estudo comparativo entre a indústria norte-americana de fundos mútuos e a europeia, Otten e Schweitzer (2001) constatam que o tamanho da indústria de fundos europeia é menor (aproximadamente 1/3) do que a dos EUA, os fundos são concentrados em poucas instituições gestoras por país, mas têm uma performance melhor do que os fundos nos EUA. Quando se analisa o número de gestores no Brasil, verifica-se um forte aumento de gestores independentes (aproximadamente 600 empresas de gestão de recursos de terceiros em final 2016) e esse certamente é um indicador de desenvolvimento da indústria de Serviços Financeiros se tomarmos como referencia o crescimento desses últimos 20 anos relatado nessa seção. Esses agentes vêm ocupando o espaço da gestão de ativos mais sofisticados, como as ações, via fundos de ações, e derivativos, via fundos multimercado; além de atuar nesses ativos, também têm implementado estratégias sofisticadas próprias de hedge funds internacionais.

Além dos motivos tradicionais (gestão profissional, liquidez e menor custo de transação), a regulamentação, as inovações financeiras, a queda das taxas de juros e a valorização das ações parecem ser fatores positivos para o crescimento da indústria de fundos. Uma vez que esses fatores continuem se movendo na mesma direção, a perspectiva para a indústria de fundos é de mais crescimento absoluto e relativo (Varga e Wengert, 2011). Como dito, esse segmento potencializa o impacto do mercado de capitais, cria mais meios para o shadow banking e por isso, suporta a ideia que o desenvolvimento do sistema financeiro cria canais de fluxo de recursos e capitais de investidores para a economia produtiva – produzindo drivers para o crescimento econômico.

1. ANALISE DA RELACAO ENTRE DESEVOLVIMENTO FINANCEIRO E CRESCIMENTO ECONOMICO: BASE DE DADOS E METODOLOGIA EMPIRICA

O objetivo empírico do trabalho é analisar se há relação positiva entre desenvolvimento da financeiro e crescimento econômico através do uso da técnica de Regressão Quantílica usando a base de dados de 81 países nos diversos quantis da distribuição condicional da variável resposta. Para tal, estamos revisando alguns trabalhos e metodologias como o Silva e Junior (2006) e incrementando a amostra com dados disponíveis ate o presente momento – que é até 2015 nas series do Banco Mundial e *Penn Table*.

Para testar as predições da teoria que associa desenvolvimento do sistema financeiro ao crescimento econômico, como dito, iremos utilizar a técnica de Regressão Quantílica, a qual permite analisar a associação contemporânea entre a variável resposta (medidas de crescimento econômico) com as variáveis explicativas (medidas de desenvolvimento financeiro) nos diversos quantis da distribuição condicional. Assim, obtém-se um mapeamento mais completo do impacto do desenvolvimento do sistema financeiro sobre o crescimento econômico, pois se consegue investigar como cada quantil responde, em vez de se ter somente uma reta de regressão para o caso da média.

Por isso, vale ressaltar as vantagens inerentes à regressão quantílica sobre os modelos MQO podem ser listadas da seguinte forma (Koenker e Bassett, 1978) na aplicação do nosso teste de hipotese:

* A técnica de regressão quantílica permite caracterizar toda distribuição condicional de uma variável resposta a partir de um conjunto de regressores;
* Regressão quantílica pode ser usada quando a distribuição não é gaussiana;
* Regressão quantílica usa a totalidade dos dados para estimar os coeficientes angulares dos quantis, ou seja, não há subamostras do conjunto de dados;
* Regressão quantílica é robusta a *outliers*;
* Por utilizar a distribuição condicional da variável resposta, podem ser estimados os intervalos de confiança dos parâmetros e do regressando diretamente dos quantis condicionais desejados;
* Como os erros não possuem uma distribuição normal, os estimadores provenientes da regressão quantílica podem ser mais eficientes que os estimadores por meio de MQO;
* A regressão quantílica pode ser representada como um modelo de programação linear, o que facilita a estimação dos parâmetros.
* Regressão quantílica pode ser vista como uma extensão natural dos quantis amostrais para o caso de um modelo linear yt = Xt􀁅 + 􀁈t , que assume a forma da figura 5

Equação 1: [DESCRIÇÃO]



Fonte: [AUTOR, ANO]

Enquanto uma regressão comum observa diferença de médias, a regressão quantílica é capaz de constatar associação entre variáveis ao longo da distribuição, para diferentes quantis, isto pode ser interessante pois a indústria de serviços financeiros e por consequência o desenvolvimento financeiro pode ter diferentes efeitos em países com diferentes níveis de crescimento.

* 1. Base de Dados

A nossa hipótese é que haver uma indústria de Serviços Financeiros madura e bem estabelecida implica em haver diversos agentes do sistema financeiro atuando na economia real e por consequência haver um maior desenvolvimento financeiro e maior transmissão de liquidez e crédito para a economia produtiva. Isso posto, em linha com alguns trabalhos revisados aqui nesse estudo, também denominamos ***Desenvolvimento Financeiro*** como nossa variável independente e a variável resposta será as medidas de ***Crescimento Econômico***. Nesse sentido usaremos a metodologia da regressão quantilica para constatar a relação.

* + 1. Desenvolvimento financeiro
* Medida de intensidade financeira (IF) - Pode ser entendida como o tamanho do setor de intermediação financeira formal. Esta variável é medida a partir dos exigíveis de curto prazo do sistema financeiro como uma fração do PIB. Se o sistema financeiro e seus agentes desempenham as funções descritas neste trabalho, então se espera que a relação desta variável com as medidas de crescimento econômico seja positiva. A intuição de se utilizar a variável intensidade financeira reside no fato de que os *players* da indústria de Serviços Financeiros captem recursos de curto prazo, convertendo-os em empréstimos de longo prazo, além de permitir a eficiência alocativa e, portanto, beneficiando o crescimento econômico. Pois, assim permitem às firmas um horizonte de investimento mais longo, além de garantir a liquidez dos depositantes e em linha com a promoção do mercado de capitais revisado nesse estudo. Sendo assim entendemos a intensidade financeira como uma *proxy* razoável para desenvolvimento financeiro;
  + 1. Crescimento econômico
* Taxa de crescimento real média do PIB **per capita** (PIB) - Esta foi calculada como a taxa de crescimento geométrica anual;

Todos os dados da amostra representam a série histórica das mesmas no período de 1999 até 2015 de 81 países. Como a regressão é *cross-section* são utilizados os valores médios por países no período. A amostra foi coletada no banco de dados da *Penn Table* e Banco Mundial.

Além das variáveis listadas acima, também se utilizou um conjunto de variáveis para controlar características individuais de cada uma das 81 nações, pois outros fatores podem ter efeito sobre a variável crescimento econômico. Entre estas variáveis estão: a) taxa de inflação, definida em logaritmo natural; b) comércio internacional médio, definido como a proporção das importações mais as exportações sobre o PIB; e c) crescimento da escolaridade, medido como a diferença (em log) dos anos de estudo. Transformações utilizadas: i) taxa de crescimento do pib per capita – utilizado em nível; ii) taxa de inflação – utilizada em nível; iii) anos de escolaridade – Diferença dos logaritmos; iv) comércio internacional- utilizada em nível.

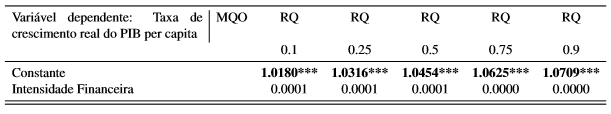
A escolha desse conjunto de variáveis de controle se justifica por serem estas amplamente utilizadas em trabalhos empíricos. Os trabalhos que foram utilizados no processo de seleção das variáveis são: Baumol et al. (1994); Barro (1991); Mankiw et al. (1992), Bebczuk (2001), Levine et al. (2002), Barreto et al. (2004), entre outros. Cabe salientar ainda que todos os dados também foram obtidos da mesma base de dados (*Penn Table* e Banco Mundial), garantindo, assim, uniformidade metodológica.

Por isso, para calcular o IF utilizamos as séries *Domestic credit provided by financial sector (% of GDP)*, código TG.VAL.TOTL.GD.ZS, retirado do Banco Mundial e a variável resposta é o crescimento do PIB per capta dos países, *GDP per capita, PPP (current international $)*, código NY.GDP.PCAP.PP.CD, retirado do Mundial. Já as covariadas do i)Merchandise Trade, *Merchandise trade (% of GDP)*, Código TG.VAL.TOTL.GD.ZS, retirado do Banco Mundial, ii) Inflation Rate, *Inflation, consumer prices (annual %)*, Código FP.CPI.TOTL.ZG, retirado do Banco Mundial, iii) Média de anos de escolaridade da população, *average years of schooling*, código *yr\_sch* da Penn World Table 9.0.

* 1. O Modelo

Seguindo a metodologia já empregada em Silva e Junior (2006) para evidenciar empiricamente essa relação positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro (IF) e Crescimento Econômico (GDP), revisamos a regressão e também obtivemos o resultado de que em uma regressão MQO não é constatado impacto significante do desenvolvimento financeiro no produto do país e, portanto, reforça a necessidade de utilizarmos a regressão quantílica a fim de verificar se para diferentes *ranges* de crescimento do produto, o efeito é constatado.

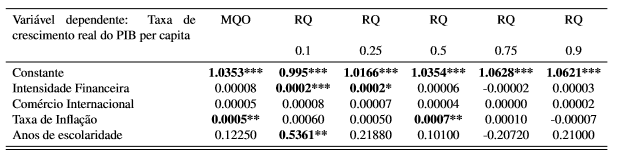
A estimação dos resultados neste trabalho se dá em duas etapas. A primeira não utiliza as variáveis de controle (PIB inicial, taxa de inflação, comércio internacional e escolaridade). Na segunda etapa, tais variáveis são incluídas, com o intuito de verificar quão sensíveis são as variáveis de interesse (medidas do desenvolvimento financeiro) quando são controladas características individuais dos países. A tabela abaixo mostra as estimativas obtidas pelo método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e Regressão Quantílica (RQ). A variável explicativa de interesse é a medida de intensidade financeira (IF) e como variável dependente a taxa de crescimento real do PIB per capita (GDP).

Tabela 1 – Resultados por MQO e RQ. Variável explicativa: intensidade financeira

Na Tabela 1 percebe-se que os sinais dos coeficientes se comportam como o esperado, ou seja, a intensidade da atividade do sistema financeiro impacta positivamente as medidas de crescimento econômico. O aspecto da assimetria na resposta da variável dependente às variáveis explicativas também foi confirmado pelos dados, visto que, para o caso da taxa de crescimento do PIB per capita, a medida de desenvolvimento financeiro teve efeito positivo.

O modelo analisado estimou a relação entre a varável de crescimento econômico e a variável *proxy* de desenvolvimento do sistema financeiro, porém não foram controlados outros fatores que também influenciam o crescimento econômico, como a literatura sugere. Sem tal controle, as estimativas do efeito das medidas de desenvolvimento financeiro podem estar captando outros efeitos que não seus próprios. No sentido de tentar mitigar tal problema, são acrescentadas no modelo construído acima (Tabela 1) variáveis de controle, como taxa de inflação, comércio internacional, renda per capita inicial e crescimento da educação.

Tabela 2 - Resultados por MQO e RQ. Variável explicativa: intensidade financeira. Variáveis de controle: taxa de inflação, comércio internacional, renda per capita inicial e crescimento da educação



Quando são controladas as características individuais entre países, as evidências, mesmo assim, são persistentes. Em valores absolutos, houve uma diminuição do impacto da variável IF sobre as medidas de crescimento quando se controlaram fatores individuais dos países.

Ainda analisando este modelo, a assimetria na resposta da distribuição condicional da variável taxa de crescimento do PIB foi minimizada.

No que tange as variáveis de controle, esperávamos que: Taxa de inflação assumisse um valor positivo, pois em geral inflação alta denotam países em desenvolvimento que em geral tem crescimento mais acelerado do PIB; Comércio internacional assumisse um valor positivo pois, *ceteris paribus*, uma economia que possui comércio tem ganhos de troca, fomentando sua produção; e que educação também assumisse valor positivo, pois espera-se que uma população mais qualificada seja mais eficiente na produção.

Pudemos observar que os sinais, em geral, estão dentro da nossa expectativa. Com as notáveis exceções da taxa de inflação no quantil 0.9 e da escolaridade no quantil 0.75. No entanto, os coeficientes, nestes casos específicos, não apresentam significância. Em todos os casos em que as covariadas apresentam significância o sinal está de acordo com a nossa expectativa, reforçando portanto a robustez do modelo.

A interpretação dos coeficientes do nosso modelo final é de que, para países que se encontram nos quantis 0.1 e 0.25, ter 1% a mais de crédito (em termo de PIB); faz com que o PIB deste país cresça em média 0.02% ao ano a mais. Evidenciando, portanto, a relação positiva entre o desenvolvimento financeiro e crescimento do PIB.

O fato de a significância dos coeficientes da IF se concentrar nos quantis mais baixos indica que esta relação é mais forte para países que possuem menor crescimento econômico, na média. Uma explicação tentativa para este fato é que países subdesenvolvidos não possuem tanta dependência do sistema financeiro e de crédito como é o caso de países que já possuem algum grau de desenvolvimento.

1. Considerações Finais

O crescimento econômico é sempre um objetivo global e, portanto, tema de constante debate. Explicar as diferentes taxas de crescimento entre os países vem sendo uma agenda importante nos estudos econômicos. Modelos recentes (modelos de crescimento endógeno, por exemplo) chegam à conclusão que uma possível explicação para as diferenças de crescimento, entre outras, está relacionada com a taxa de poupança, pois o volume de recursos alocados para o investimento depende da taxa de poupança interna e, para o caso de uma economia aberta, também da taxa de poupança externa. Em ambas as situações a intermediação financeira através dos agentes da indústria de Serviços Financeiros parece ser um sinalizador de eficiência, pois esta possui a característica de afetar a alocação dos recursos financeiros. A argumentação para tanto gira em torno dos serviços que essa indústria oferta (logo, o sistema financeiro exercendo suas funções aqui nesse estudo detalhadas), e que se traduzem na promoção da eficiência alocativa dos recursos financeiros.

O desenvolvimento do setor financeiro, como demostrado nos testes empíricos, pode desempenhar um papel de liderança no crescimento econômico ou, então, assumir um papel mais passivo, simplesmente atendendo as demandas derivadas das necessidades da expansão econômica. **Esse mesmo o sistema financeiro que proporciona uma melhoria no ambiente do crescimento econômico, nada mais é, que na essência a atuação dos agentes da indústria de serviços financeiros.** Que na medida de sua maturidade, desenvolvimento e profundidade na economia; proporciona a correlação apresentada nos nossos modelos de regressão quantilica.

Portanto o propósito deste trabalho foi examinar os canais pelos quais o desenvolvimento financeiro como uma *proxy* de uma indústria de Serviços Financeiros madura - está relacionado com o crescimento econômico. A literatura afirma que quanto maior a atuação da indústria de Serviços Financeiros (sinônimo de um sistema financeiro desenvolvido), maior será o volume de recursos alocados no setor produtivo e, consequentemente, maior o crescimento econômico.

**A evidência empírica nos resultados preliminares encontrada neste trabalho valida a visão teórica de que há uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.** Em linha com alguns autores na vasta literatura sobre a relação positiva do desenvolvimento do sistema financeiro ( e suas derivações ) encontramos que os métodos convencionais não capturam esta informação, pois a análise se atém somente à média condicional, ou seja, toda a distribuição condicional da variável resposta é representada somente pela média; a técnica de regressão quantílica foi aplicada, produzindo um mapeamento mais completo do impacto gerado pelas medidas de desenvolvimento financeiro na distribuição condicional da variável resposta (medida de crescimento econômico). Por isso que também foram realizados testes de hipótese para verificar, se os coeficientes estimados para cada quantil são significantes estatisticamente. Inclusive um ponto relevante do nosso teste econométrico é a magnitude dos resultados auferidos nos quantis com significância (quantil 0.1 – 0,02%) que nos parece muito razoável quando estamos tratado de países com taxas medias de 2% de crescimento anual; reforçando a robustez do modelo e da escolha das variáveis de controle.

Encontramos que o impacto é significante nos quantis mais baixos, isto é, nos países com menor crescimento de produto. A explicação para esses resultados é dizer que economias com menor nível de crescimento do produto, em geral com maior desenvolvimento, tem maior dependência do nível de desenvolvimento financeiro e por consequência tem indústria de Serviços Financeiros mais maduras e desenvolvidas; enquanto países que crescimento maior, em geral economias em desenvolvimento, dependem mais de outras atividades. A despeito de nos parecer intuitivo que países desenvolvidos (com taxas de crescimentos menores) tem um maior impacto do desenvolvimento financeiro – por já possuírem em sua maioria indústria de Serviços Financeiros maduras; há trabalhos que possuem resultados significantes em quantis maiores; por isso faz-se necessário uma investigação mais apurada e estratificar melhor as razoes que justificam em quantis maiores haver significância.

**Entretanto nos interessa ressaltar que o modelo proposto evidencia a associação positiva amplamente testada em diversos trabalhos acadêmicos ao longo dos últimos 50 anos entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico**. A logica por trás desse desenvolvimento financeiro, está na atuação dos agentes e *players* da indústria de Serviços Financeiros desses países, que promove o desenvolvimento de todo o sistema financeiro da nação. Essa relação positiva (que foi demostrado por diversos autores aqui citados) nos dá a oportunidade de inferir sobre o impacto positivo em diversas economias no mundo – mas que nesse trabalho enfatizamos a reflexão do impacto que pode haver na economia brasileira.

Por esse ultimo motivo (impacto no crescimento econômico brasileiro), é que outro proposito desse estudo foi o de i) revisar historicamente, ii) aprofundar tecnicamente e iii) atualizar sobre a indústria de Serviços Financeiros no Brasil. **Portanto, uma contribuição efetiva desse estudo foi de trazer uma ampla perspectiva da pujança e evolução da indústria de Serviços Financeiros no Brasil com os dados e fatos apresentados nos capítulos que detalham sobre a amplitude e performance de nossa indústria no Brasil.** Por isso, podemos afirmar que posto, a magnitude da nossa indústria de Serviços Financeiros e os resultados empíricos que demonstram a relação positiva do desenvolvimento financeiro com crescimento econômico, que o Brasil é beneficiado por ter um sistema financeiro maduro, bastante capilar e que está acompanhando as transformações dos demais pares dessa indústria no mundo – **contribuindo com relevância para o crescimento econômico brasileiro.**

Recomenda-se que trabalhos futuros possam ampliar os estudos que façam a conexão entre essa indústria e canais de crescimento econômico para a sociedade brasileira. Pois no Brasil há diversos trabalhos que revisam e conectam diversos aspectos e segmentos da indústria de serviços financeiros – como a relação e importância da atividade bancaria e o crescimento econômico, a relação entre nosso mercado de capitais e crescimento econômico, dentre outros; mas pouco se analisou da relação como um todo da indústria de serviços financeiros com crescimento econômico. Portanto, esse estudo é um ponto de partida para outras investigações de canais que beneficiam o crescimento econômico, com segmentos relevantes dessa indústria (como o impacto da indústria de Fundos de Investimentos na economia brasileira), ate mesmo estudos da sobre novas realidades de nossos temos (Shadow Banking e Fintech) e a relação com impactos no crescimento de nosso PIB.

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

Beck, Thorsten, Asli Demirgü.-Kunt and Vojislav Maksimovic, 2004 “Bank Competition

and Access To Finance: International Evidence” Journal of Money Credit and

Banking 36 (3).

Belaisch, Agnes, 2003, “Do Brazilian Banks Compete?” IMF Working Paper 03/13,

Washington, D.C.

Berger, Allen N and Timothy H. Hannan. 1989. “The Price-Concentration Relationship

in Banking.” Review of Economics and Statistics 71, 291–99.

Berger, Allen N. 1995 “The Profit-Structure Relationship in Banking – Tests of Market

Power and Efficient-Structure Hypothesis.” Journal of Money, Credit, and Banking

27, 404–31.

Berger, Allen N., Rebecca S. Demsetz, and Philip E. Strahan. 1999. “The Consolidation

of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the

Future.” Journal of Banking and Finance 23 (February), 135–94.

Berger, Allen N, Leora F. Klapper, and Gregory F. Udell, 2001. “The Ability of Banks to

Lend to Informationally Opaque Small Businesses,” Journal of Banking and Finance

25.

Beck, Thorsten, Crivelli, Juan Miguel, Summerhill, William, 2005]. State bank transformation in Brazil – choices and consequences. Journal of Banking & Finance 29, 2223–2257

Bresnahan, Timothy F. 1982. “The Oligopoly Solution Concept Is Identified.” Economics

Letters 10, 87–92.

Cetorelli, Nicola and Michele Gambera. 2001. “Banking Market Structure, Financial

Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data.” Journal of

Finance 56, 617–648.

Cetorelli, Nicola, 2001. “Does Bank Concentration Lead to Concentration in Industrial

Sectors?” Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper 2001-01.

Cetorelli, Nicola. 1999. “Competitive Analysis in Banking: Appraisal of the

Methodologies.” Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives , 2–15.

Chang, E.J., Solange M. Guerra, Rodrigo Penaloza and Benjamin Tabak, 2005.

“Measuring Banking Concentration: The Brazilian Case.” In Financial Stability

Report, Banco Central do Brasil, May.

Claessens, Stijn and Luc Laeven. 2004. “What Drives Bank Competition? Some

International Evidence.” Journal of Money Credit and Banking 36(3), 563-83 .

Clark T., Dick A., Hirtle B., Stiroh K. and Williams R. 2007. “The Role of Retail

Banking in the U.S. Banking Industry: Risk, Return, and Industry Structure.” Federal

Reserve Board of New York Economic Policy Review, forthcoming.

Cruickshank D., 2000. “Competition in UK banking: a report to the Chancellor of the

Exchequer.”

Ness Jr., Walter, L., 2000]. Reducing government bank presence in the Brazilian financial system: why and how. Quarterly Review of Economics and Finance 40, 71–84.

Ebrill L., Summers V. and Coelho I. 2001. “Bank Debit Taxes in Latin America - An

Analysis of Recent Trends.” IMF Working Paper 01/67, May.

Falkena H. et al, 2004. “Competition in South African Banking.” Task Group Report for

the National Treasury and the South African Reserve Bank. April.

Fitch Ratings, 2006. “The Brazilian Banking System.” Country Report. July.

Fitch Ratings, 2006. “The Brazilian Prudential Regulations.” Country Report. August.

Gelos, R. Gaston and Jorge Roldos, 2002. “Consolidation and Market Structure in

Emerging Market Banking Sectors.” IMF Working Paper No. 02/186, November.

Group of Ten. 2001. “Report of Consolidation in Financial Sector,” Bank for

International Settlements: Basel, Switzerland. January.

61

Hirtle B. And Stiroh K. 2005. “The Return to Retail and the Performance of U.S. Banks.”

Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 233, December.

Kumar, Anjali, 2004. Brazil: Access to Financial Services. Report No. 27773-BR,

February.

Kumar, Anjali, Nair, Ajai, Parsons, Adam and Urdapilleta, Eduardo. 2005. “Expanding

Bank Outreach Through Retail Partnerships, Correspondent Banking in Brazil”,

World Bank Working Paper No. 85.

Lau, Lawrence. 1982. “On Identifying the Degree of Competitiveness from Industry

Price and Output Data.” Economics Letters 10, 93–99.

McKinsey & Company, “Productividade no Brasil,” 1998

McKinsey & Company. 2006. Wyman & Company. 2002. “The Future of European

Corporate & Institutional Banking: The Need to Differentiate”, March.

Morgan Stanley and Mercer Oliver Wyman. 2004. “US Retail Banking and Consumer

Credit: An Agenda for Growth”, August.

Molyneux, Phillip, John Thornton, and D. Michael Lloyd-Williams. 1996. “Competition

and Market Contestability in Japanese Commercial Banking.” Journal of

Econometrics and Business 48, 33-45.

Nakane, Marcio 2001. “A Test of Competition in Brazilian Banking”, Working Paper

Series, Banco Central do Brasil.

Nakane, Marcio, Leonardo Alencar and Fabio Kanczuk, 2005. “Demand for bank

services and market power in Brazilian banking”, Banco Central do Brasil and

University of Sao Paulo, mimeo.

Baer, Werner, Nazmi, Nader, 2000. Privatization and restructuring of banks in Brazil. Quarterly Review of Economics and Finance 40, 3–24.

Oliver, Wyman & Company. 2003. “Retail Banking in Europe: Markets and

Management”, February.

Panzar, John C., and James N. Rosse. 1987. “Testing for ‘Monopoly’ Equilibrium.”

Journal of Industrial Economics 35, 443–56

Rocha, Fernando, 2001. “Evolution of Banking Concentration in Brazil.” Banco Central

do Brasil, Technical Notes n.11

Shaffer, Sherrill. 1982. “A Non-Structural Test for Competition in Financial Markets.” In

Bank Structure and Competition. Conference Proceedings, Federal Reserve Bank of

Chicago, pp. 225-243.

Western Hemisphere Payments and Securities Clearance and Settlement Forum, 2004.

Payments and Securities Clearance and Settlement Systems in Brazil. September.

Western Hemisphere Credit and Loan Reporting Initiative, 2005. Credit and Loan

Reporting Systems in Brazil. March.

World Bank, 2001. First Programmatic Financial Sector Adjustment Loan, Report No.

P7448-BR, April.

World Bank, 2004. Second Programmatic Financial Sector Adjustment Loan, Report No.

24067-BR, May.

World Bank, 2005. Brazil: Investment Climate Assessment, December.

World Bank, 2006. Brazil: Doing Business.

World Bank, 2006. Second Programmatic Loan for Sustainable and Equitable Growth,

Report No. 36059-BR, May.

World Bank, 2006. “Brazil: Interest Rates and Intermediation Spreads.” Economic SectorWork led by Augusto de la Torre and Stijn Claessens. Report No. 36628-BR, June.

Bebczuk, Ricardo. *Asymmetric information in financial markets*: introduction and applications*.* Cambridge University Press, 2003.         [ [Links](javascript:void(0);) ]

*\_\_\_\_\_\_\_*. *Corporate finance, financial development and growth*. Mexico, D. F.: Centro de Estudos Monetarios Latinoamericanos (Central Bank Award "Rodrigo Gómez 2000"), 2001.        [ [Links](javascript:void(0);) ]

Becsi, Zsolt; Wang, Ping. Financial development and growth. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta. 4th quarter, 1997.         [ [Links](javascript:void(0);) ]

Bencivenga, Valeria R.; Smith, Bruce. Financial intermediation and economic growth. *The Review of Economic Studies*,v. 58, n. 2, p. 194, abril 1991.        [ [Links](javascript:void(0);) ]

Carvalho, Antônio Gledson. Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. *Revista Econômica do Nordeste*, Fortaleza, v. 33, n. 4, p. 694-715, 2002.        [ [Links](javascript:void(0);) ]

Goldsmith, Raymond. *Financial structure and development*. New Haven and London: Yale University Press, 1969.         [ [Links](javascript:void(0);) ]

Khan, Aubhik. Financial development and economic growth. Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Working Paper* n. 99-11, setembro 1999.         [ [Links](javascript:void(0);) ]