

FABIO RICARDO MACHADO

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E O PAPEL DO BNDES

**CURITIBA
2009**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E O PAPEL DO BNDES

Dissertação apresentada para obtenção do grau de
Mestre em Desenvolvimento Econômico pela
Pós-Graduação em Economia da UFPR

Orientador: Prof. Dr. Gabriel Porcile

CURITIBA
2009

TERMO DE APROVAÇÃO

FABIO RICARDO MACHADO

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E O PAPEL DO BNDES

Dissertação aprovada como requisito para obtenção do título de Mestre no Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: Prof. Dr. Gabriel Porcile Meirelles (Presidente)
Departamento de Economia da UFPR.

Banca: Prof. Dr. Fernando Motta Correia
Departamento de Economia da UFPR.

Banca: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado
Departamento de Economia da UFPR.

Dedico este trabalho a minha mãe que me deu o exemplo de determinação a ser seguido, a minha esposa que sempre me apoiou em todos os desafios e aos meus filhos que são a razão da minha vida.

Agradecimentos

A Deus, pela sua presença.

Ao meu orientador Gabriel Porcile que me conduziu incansavelmente durante o processo de construção deste trabalho.

Ao Banco do Brasil que me deu todas as condições para que eu pudesse fazer este curso.

Aos meus colegas Fabiano, Meotti e Pitt, que compartilharam comigo os momentos de alegria e dificuldades desta jornada.

“Se você pensa que pode ou que não pode, de qualquer forma você está certo.”
- *Henry Ford*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
2 REFERENCIAL TEÓRICO	4
2.1 INVESTIMENTO DE LONGO PRAZO EM ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO: ASPECTOS TEÓRICOS	4
2.2 TEORIA DOS SISTEMAS FINANCEIROS EFICIENTES	4
2.3 O PARADIGMA DA REPRESSÃO FINANCEIRA NA VISÃO DE SHAW E MCKINNON	6
2.3.1 <i>O paradigma da repressão financeira em McKinnon</i>	7
2.3.2 <i>Encaixes e acumulação de capital</i>	9
2.4 PROPOSIÇÕES DE MODIGLINI E MILLER	11
2.5 A CRÍTICA DE STIGLITZ	12
2.6 A DISCUSSÃO INSTITUCIONAL DE ZYSMAN	17
2.7 A INCERTEZA KEYNESIANA	21
2.7.1 <i>O modelo Pós-Keynesiano de financiamento do investimento</i>	24
3 A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO	29
3.1 AS INSTITUIÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO	29
3.2 MUDANÇAS ESTRUTURAIS E A NOVA ARQUITETURA DO SISTEMA DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA (1964-65)	33
3.3 A NOVA ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS E O PAPEL RESERVADO PELO PAEG AOS BANCOS DE INVESTIMENTO	37
3.3.1 <i>Bancos de Investimento</i>	39
3.4 EVOLUÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO PERÍODO DE 1968 À 1979	43
3.4.1 <i>O marco regulatório advento da CVM e a Lei das Sociedades Anônimas</i>	46
3.4.2 <i>O financiamento da dívida pública e a preferência pela liquidez</i>	46
3.5 CRISE ECONÔMICA E O COMPORTAMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO NO PERÍODO DE ESTAGNAÇÃO E ALTA INFLAÇÃO	49
3.6 O COMBATE À INFLAÇÃO E A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO - 1985 A 1989	52
3.7 A ATUAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO DURANTE O PLANO COLLOR	58
3.8 ESTRATÉGIAS DE AJUSTE DO SFN SOB O PLANO REAL.....	59
3.9 BAIXO DESEMPENHO DOS BANCOS PRIVADOS PÓS-REAL	68
3.9.1 <i>Fatores Macroeconômicos</i>	69
3.9.2 <i>Fatores Microeconômicos</i>	70
3.9.3 <i>Fatores Institucionais</i>	72
4 O BNDES: ORIGENS E EVOLUÇÃO	78
4.1 RETROSPECTIVA HISTÓRICA	78
4.2 RESGATE HISTÓRICO DO PAPEL DO BNDES - DÉCADAS 1960 A 1990	82
5. ATUAÇÃO DO BNDES PÓS PLANO REAL	89
CONCLUSÃO	105
REFERÊNCIAS	107

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – DESEMBOLSOS DO BNDES/FBKF POR TRIMESTRE E MÉDIA MÓVEL DE 4 TRIMESTRES	94
GRÁFICO 2 – FBKF/PIB E A PARTICIPAÇÃO DO BNDES	95
GRÁFICO 3 – PARTICIPAÇÃO DO BNDES NA EVOLUÇÃO DO CRÉDITO E EVOLUÇÃO DA FBKF, AMBOS SOBRE O PIB	97
GRÁFICO 4 – VOLUME DE CRÉDITO DO BNDES X SFN (R\$ MIL)	100
GRÁFICO 5 – FONTES DE RECURSOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS PARA INVESTIMENTO.....	102

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – DESEMBOLSOS DO BNDES PARA INVESTIMENTOS FIXOS: COMPOSIÇÃO SETORIAL - 1996-2008	91
TABELA 2 – TAXA DE INVESTIMENTO GLOBAL E PARTICIPAÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES PARA A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO – (EM R\$ MIL CONSTANTES)	93
TABELA 3 - CONTRIBUIÇÃO DO BNDES DE 2000 À 2008 EM RELAÇÃO AO PIB E A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO	96
TABELA 4 - OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO - SALDO COM RECURSOS LIVRE E DIRECIONADOS	98
TABELA 5 - ÍNDICES DE CORRELAÇÃO DO CRÉDITO VERSUS A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO	101

LISTA DE SIGLAS

ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
BACEN	Banco Central
BB	Banco do Brasil
BD	Bancos de Desenvolvimento.
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico.
BNDES	Banco Nacional de desenvolvimento Econômico e Social.
BNDESPAR	BNDES Participações.
BNH	Banco Nacional da Habitação
CAMOB	Caixa de Mobilização Bancária
CARED	Carteira de Redesconto do Banco do Brasil
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CMBEU	Comissão Mista Brasil-Estados Unidos.
CMN	Conselho Monetário Nacional.
CNI	Confederação Nacional da Indústria.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EMBRAMEC –	Empresa Brasileira de Mercado de Capitais.
FBKF	Formação Bruta de Capital Fixo
FIBASE	Financiamento de Insumos Básicas S. ^a
FINAME	Agência Especial de Financiamento Industrial.
FUMCAP	Fundo do Desenvolvimento do Mercado de Capitais.
IBRASA	Indústria Brasileira de Mármore S. ^a
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
LIBOR	London Interbank Offered Rate
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
PND	Plano Nacional de Desenvolvimento.
PITCE	Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior.
SBPE	Sociedade Brasileira de Poupança e Empréstimo
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SFN	Sistema Financeiro Nacional .
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
UNICAMP	Universidade de Campinas.

RESUMO

O presente estudo teve como objetivo analisar o papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no financiamento de longo prazo na economia brasileira. Nos capítulos que compõem este estudo, realizou-se uma revisão das teorias de financiamento do desenvolvimento e uma retrospectiva histórica sobre a evolução, mudanças, transformações, dificuldades ocorridas pelo SFN, e a contribuição do BNDES no desenvolvimento e crescimento do Brasil. Diversos entraves, desde antes da reforma institucional de 64-66, levaram o sistema financeiro privado a adotar uma postura curto-prazista em relação a alocação do crédito junto aos agentes do sistema produtivo. Começando pela Lei da Usura, passando pela inflação elevada, pelo desenfreado crescimento da dívida pública (que saturou o sistema financeiro e premiou a busca pela liquidez, até as questões institucionais que não criaram regras propícias para que os bancos direcionassem seus recursos de forma adequada às necessidades de funding do sistema produtivo) muitas foram as ações que tentaram, em vão, mudar o perfil da firma bancária no país. Foi possível identificar, que o BNDES tem uma forte atuação anti-cíclica no mercado de crédito. Discutem-se as mudanças nas políticas que orientam o BNDES e conclui-se que essa instituição tem desempenhado um papel importante no estímulo ao investimento no país.

ABSTRACT

The present work aims to analyse the role of “The Brazilian Development Bank” (BNDES) in the Brazilian economy long term financing. In the chapters which constitute this study it is accomplished a review about Finance and Development Theory and a historical retrospective about the evolution, changings, transformations, difficulties occurred to the “National Financial System” (SFN), and the contribution made by “The Brazilian Development Bank” (BNDES) in the development and growth of Brazil. Major setbacks, long before the institutional reforms of the sixties (64-65), have led the private financial system to adopt a short term profile concerning the application of credit in the productive system agents. Many actions have been made to try to change, in vain, the profile of the banking system in our country starting with the “Law of Usury” , then going through the high inflation momentum and consequently the uncontrolled growth in the public debt (this fact exhausted the financial system and rewarded the pursuit of liquidity) and finally reaching institutional questions that not created proper rules so that the banks could apply their resources adequately to the urgent need of funding to attend the productive system. It is possible to identify in this work that “The Brazilian Development Bank” (BNDES) has a strong anticyclical policy towards the credit market. Discussions have been made herewith about the change in the policy of “The Brazilian Development Bank” (BNDES) that might lead to the conclusion that this institution has played an important role to the incentive for investment in our country.

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar o papel do Banco Nacional de desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no financiamento de longo prazo na economia brasileira. A hipótese principal é que no Brasil não se constituiu uma institucionalidade capaz de proporcionar esse tipo de financiamento, e que o BNDES teria cumprido de forma muito parcial esse papel. Também se discutem as mudanças seguidas pelas políticas de financiamento do BNDES nos últimos vinte anos, mostrando como ela evoluiu em função das distintas estratégias de desenvolvimento adotadas pelo país.

Uma análise do desempenho do BNDES a partir da década de 90 torna-se não somente necessária, mas relevante socialmente, pois não foram encontradas ainda dissertações ou teses com esse tema. Que resultados têm obtido o BNDES à luz dos objetivos que o banco se propôs? O banco já tinha anunciado como uma de suas tarefas, desde a década de 60, o incentivo ao desenvolvimento tecnológico. Especialmente a partir da Lei n. 5.662 de 21 de junho de 1971, anunciou o objetivo de “apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país”, possibilitando “a melhoria da competitividade da economia brasileira e a elevação da qualidade de vida da sua população”. (BNDES, 2007, p. 1).

Escolheu-se realizar esta análise a partir da década de 90. Em primeiro lugar porque são os anos da abertura econômica e das privatizações, que redefinem o paradigma de desenvolvimento a ser adotado no Brasil. A partir da década de 90, o BNDES tornou-se mais conhecido do grande público brasileiro por atuar como “agente mandatário do governo federal do Programa Nacional de Privatizações”. (FAVERET FILHO e PAULA, 2003, p. 1).

Em segundo lugar, o tema possibilita uma análise no contexto do paradigma da economia da informação e do conhecimento que é ainda relativamente recente no Brasil. Finalmente, o tema foi escolhido porque a questão do financiamento de longo prazo é identificada por muitos bancos como um dos principais obstáculos ao desenvolvimento da capacidade produtiva do país. Os bancos no Brasil revelaram-se, tradicionalmente, incapazes de fornecer esses empréstimos para investimentos, com a exceção dos bancos

estatais, em particular o Banco Nacional de desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002, *apud* FARHI).

O mercado de crédito no Brasil totaliza R\$ 1.241 bilhões. Deste montante R\$ 367 bilhões, ou 29,5% do total, são créditos direcionados para a construção civil, para a agricultura e para o setor produtivo, sendo R\$ 215 bilhões alocados pelo BNDES diretamente ou através de repasse às instituições de crédito privadas. (BACEN, 2009).

O financiamento é um importante instrumento de política industrial, uma vez que afeta a alocação de recursos entre os setores. Estudos recentes (RAJAN; ZINGALES 1998, FISMAN; LOVE 2004) indicam que o padrão de financiamento pode modificar a estrutura produtiva de uma economia, uma vez que alguns setores dependem mais de recursos externos do que outros. Em um contexto de financiamento adverso, o crescimento dos setores com alta dependência financeira é dificultado. Como os setores inovadores e intensivos em capital se enquadram geralmente nesta categoria, condições adversas de financiamento podem afetar o lado real da economia e prejudicar seu desenvolvimento.

Nesta pesquisa coloca-se o seguinte problemática: Quais circunstâncias afastaram o setor bancário privado do financiamento de Longo Prazo no Brasil? Qual o papel desempenhado pelo BNDES no mercado de crédito e sua contribuição para o financiamento do investimento produtivo a partir da estabilização econômica oriunda da implantação do Plano Real?

Os objetivos específicos são as seguintes:

- Revisitar a teoria do financiamento do desenvolvimento e dos bancos de investimento, com base nas novas teorias sobre o sistema financeiro, como as teorias da informação incompleta, e as teorias institucionalistas;
- Realizar uma retrospectiva, a partir das reformas do Sistema Financeiro de 1964-1965, visando identificar os aspectos históricos e atuais relacionados à baixa participação dos Sistema Financeiro privado no financiamento de longo prazo;
- Promover uma retrospectiva da atuação do BNDES nos seus 50 anos de história, especialmente no que se refere ao seu papel nos investimentos de longo prazo e nas privatizações;

- Analisar descritivamente a importância da atuação do BNDES após a implantação do Plano Real, principalmente no tocante ao seu papel anti-cíclico sobre o crédito e sua contribuição para o financiamento do investimento produtivo;

O trabalho consta de quatro capítulos além da introdução e as conclusões. O primeiro capítulo realiza uma revisão bibliográfica compreendendo o arcabouço teórico do paradigma da economia da informação. Discutem-se conceitos como externalidades e problemas de *funding*, perspectiva que também é importante para entender o papel das políticas públicas.

No segundo capítulo, realiza-se uma retrospectiva, a partir das reformas do SFN de 1964-1965, visando identificar os aspectos históricos e atuais relacionados à baixa participação do Sistema Financeiro Privado no financiamento de longo prazo.

No terceiro capítulo, realiza-se uma retrospectiva da atuação do BNDES nos seus 50 anos de história. Estudam-se as distintas fases da atuação do BNDES, especialmente no que se refere ao seu papel nos investimentos de longo prazo e nas privatizações.

No quarto capítulo, analisa-se empiricamente a importância da atuação do BNDES após a implantação do Plano Real, principalmente no tocante ao seu papel anti-cíclico sobre o crédito e sua contribuição para o financiamento do investimento produtivo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 INVESTIMENTO DE LONGO PRAZO EM ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO: ASPECTOS TEÓRICOS

Neste capítulo busca-se realizar revisão das teorias de financiamento do desenvolvimento e dos bancos de desenvolvimento, especialmente as institucionalistas e as de informação incompleta. Analisam-se também conceitos, como externalidades e problemas de *funding*, perspectiva também importante para a compreensão do papel das políticas públicas no financiamento do desenvolvimento.

Parte-se das análises básicas de STIGLITZ¹, tendo como ponto de partida os anos 60, cujas discussões sobre Finanças tinham como pressuposto o teorema de Modigliani e Miller (1958). Na base desse teorema defende-se que decisões reais e financeiras estão separadas e são dependentes de expectativas sobre os retornos futuros de novos bens de capital. Isso, como resultado, reforça a importância do papel das instituições na oferta adequada de crédito para o desenvolvimento.

2.2 TEORIA DOS SISTEMAS FINANCEIROS EFICIENTES

Para Akyuz (1993), o grau de eficiência dos mercados e instituições financeiras é avaliado através de duas distintas dimensões: eficiência alocativa e eficiência produtiva.

Na eficiência alocativa um sistema financeiro é considerado eficiente se ele for capaz de mobilizar e alocar recursos para empreendimentos que prometem maior retorno social, especialmente em se tratando de objetivos de longo prazo.

Isso corresponde ao que, segundo Tobin (1971), denominou de “eficiência funcional”. O conceito de eficiência alocativa é, assim, estreitamente relacionado com a capacidade de os preços dos ativos financeiros transmitirem sinais para a tomada de decisão no processo de alocação de recursos. Considerando que, desde que funcionem

¹ Tem-se como principal referência o texto de ALDRIGHI, Dante Mendes. **Algumas das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros**. (Aldrighi, 2004). Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A005.pdf>> Acesso em 10 mai. 2007.

livremente, os mercados não falham nesse *desideratum*, a não ser em razão de intervenção governamental discricionária, a visão convencional assume que é sempre possível conseguir otimizar a alocação de recursos, que consiste na equalização de taxas de retorno do investimento em diferentes setores da economia.

De acordo com Ibid (1999, p. 13), a eficiência produtiva deriva de uma perspectiva tipicamente microeconômica, que se traduz no grau de eficiência com que as firmas geram produtos e serviços, dados os preços dos insumos. Do ponto de vista do sistema financeiro, isso corresponde: i) ao custo de intermediação (custo eficiência) ou a magnitude dos *spreads* com que operam as instituições financeiras, os quais incluem custos operacionais, prêmio de risco, reservas legais, impostos e margens de lucro.

Nesse sentido, quanto mais desregulado e mais liberalizado, no sentido enfatizado por Shaw-McKinnon, maior será o grau de competitividade do sistema financeiro, o que certamente contribuiria, segundo a ótica convencional, para a redução do custo de intermediação em geral e dos custos de capital em particular.

As duas definições contribuíram para desenvolver as bases teóricas que deram origem à chamada “teoria dos mercados de capital eficientes”, as quais são contemporâneas e muito próximas à teoria das expectativas racionais.

Segundo Mishkin (2000) apud Paula (2007), aquela teoria corresponde à aplicação desta em se tratando da determinação de preços dos ativos no mercado de capital. Em essência, a teoria dos mercados financeiros eficientes parte da hipótese de que os preços dos valores mobiliários nos mercados de dívida têm a capacidade de revelar toda a informação disponível. Isso pode ser interpretado admitindo-se, por um lado, a hipótese de que o retorno esperado de um ativo deve corresponder à expectativa de seu preço ao final do período de maturidade.

A teoria dos mercados eficientes considera também que as expectativas de preços futuros são equivalentes às previsões ótimas feitas através da utilização de todas as informações disponíveis. Nesse sentido, supõe-se que, sob expectativas racionais, o preço futuro dos títulos será igual ao preço esperado, o qual coincidirá com o preço dado pela previsão ótima (*optimal forecast*). Isto implica dizer também que o retorno esperado do ativo será igual ao retorno dado pela previsão ótima. (HOWELLS e BAIM 2001).

De acordo com a análise de oferta e demanda de títulos de dívida (teoria dos fundos emprestáveis), a abordagem do retorno esperado de um ativo tende a convergir para o retorno de equilíbrio, no qual a quantidade ofertada e demandada se equaciona.

Isso leva a conclusão de que em mercados financeiros eficientes, não há possibilidade de permanência de oportunidades extraordinárias de lucro, visto que a própria lógica do comportamento racional que governa as decisões dos investidores conduz a sua automática eliminação .

Conclui Ibid (1999, p.417), “em mercados financeiros eficientes, não há possibilidade de permanência de oportunidade extraordinárias de lucro, visto que a própria lógica do comportamento racional que governa as decisões dos investidores conduz a sua automática eliminação.”

Essas teorias de mercados financeiros eficientes tem sido questionadas por diversas correntes teóricas sob o argumento de sua fraca aderência empírica.

2.3 O PARADIGMA DA REPRESSÃO FINANCEIRA NA VISÃO DE SHAW E MCKINNON

Shaw (1973) relatou sobre o problema da repressão financeira enfatizando que a sua superação consiste na solução de mercado consubstanciada na liberação financeira. É oportuno ressaltar que tanto essas idéias de Shaw (1973) e as de Mckinnon (1973), tem como ponto de referencia a teoria dos mercados financeiros eficientes.

De acordo com Shaw (1973), a repressão financeira consiste numa estratégia equivocada de política econômica, utilizada pelos países atrasados com o intento de se construir um cenário de crescimento rápido. Essa estratégia é essencialmente caracterizada pela sobrevalorização da moeda doméstica frente às moedas-fortes estrangeiras e pela manutenção de taxas reais de juros negativas. Isso induz uma crescente pressão de gastos do setor privado provocado pelo baixo custo de capital.

Um dos pontos da estratégia de repressão financeira resulta na dualidade do mercado de trabalho. Uma parcela relativamente pequena e especializada da força de trabalho é direcionada para a indústria de capital intensiva, que se beneficia dos baixos preços praticados no mercado interno (juros, câmbio e insumos físicos e salariais),

enquanto que a maior parte dos trabalhadores permanecem subutilizados, tanto nas cidades como no campo, em atividades de baixa ou nenhuma produtividade.

Ainda para Shaw (1973), as razões que justificam a manutenção de tal estratégia decorrem tanto da redução do nível de poupança e subsequente depreciação cambial ocasionada pela persistente queda nos termos de troca, como pelo desejo deliberado de intervenção estatal para produzir uma nova correlação de forças em certos setores da economia.

Na visão do autor, a repressão financeira nas economias atrasadas se reflete em baixas taxas de juros, escassez de poupança, sobrevalorização cambial, e uma grande variedade de mecanismos de isenção ou redução de impostos e de proteção tarifária. O intuito principal dessas política financeira repressivas consiste em criar condições para o crescimento rápido a fim de reduzir o *gap* em relação as econômicas desenvolvidas.

Ressalta Shaw (1973) que no longo prazo os objetivos da estratégia de repressão financeira se revelam inconsistente e anacrônicos. Sugerindo ainda que as escolhas devem se pautar na imediata ou progressiva liberalização financeira.

2.3.1 O paradigma da repressão financeira em McKinnon

Na discussão de Mckinnon (1973) o problema da repressão financeira vincula-se com outras características das economias atrasadas, como a fragmentação financeira e distúrbios inflacionários, entre outros. Ele tenta explicar as relações existentes entre os processos monetários e a acumulação de capital no mundo desenvolvido, a partir dos trabalhos de Shaw², do qual sofreu influência, especialmente no aspecto dos fatores econômicos no processo de desenvolvimento econômico, enfatizando que a moeda e o capital se unem para se tornarem fatores essenciais do processo de desenvolvimento econômico nos países atrasados.

² Os principais desafios, segundo HERMANN (1992), ao modelo original de Shaw e McKinnon foram as crises bancárias e/ou cambiais que surgiram implementação após a política de liberalização financeira da década de 90 do século passado. A 'versão moderna' do modelo de liberalização incorporou diversas críticas (em geral, keynesianas) à teoria e à política financeira do modelo Shaw-McKinnon, sendo obrigada a aceitar que em algum grau o governo deveria intervir na liberdade de escolha do mercado quanto à composição de seu portfólio.

McKinnon (1973) afirma que as taxas de juros são altamente fragmentadas. Para superar a anomalia de mercado, caracterizado por estruturas econômicas intensamente fragmentadas, exigem-se políticas de abertura comercial e financeira e a desregulamentação de mercados, particularmente os mercados de capitais, pois a responsabilidade pela fragmentação está nas políticas governamentais, pois uniformizam e organizam processos produtivos em toda extensão da economia.

Aponta McKinnon (1973) como distorções econômicas: a proteção tarifária, as licenças de importação, as concessões tributárias e o financiamento bancário a baixo custo, que favorecem pequenas elites urbanas e provocam desigualdade de renda entre poucos ricos e muitos pobres.

Para que as distorções sejam eliminadas é necessária cuidadosa política de liberalização que opte pelo mercado interno de capitais, porque é dele que ocorre o mau uso do trabalho na terra e impede o desenvolvimento da capacidade empresarial.

Salienta McKinnon (1973) que o mercado de capitais fragmentado é indício de economia subdesenvolvida, pois nela existe falta de dotação de fatores ou de capital próprio e oportunidades limitadas de crédito e financiamento externo. Para corrigir o estado de fragmentação de um país é necessária a liberação das taxas de juros nos mercados financeiros.

Essa reorganização do mercado de capitais deve tentar eliminar o grau de dispersão das taxas de retorno social dos investimentos existentes e dos novos investimentos sob controle empresarial doméstico. O objetivo é alcançar o padrão de desenvolvimento econômico no qual a eficiência do mercado de capitais permita a igualdade entre retornos sobre ativos físicos e financeiros, induzindo desse modo, altas taxas de poupança e investimento.

Relata ainda McKinnon (1973) em um mercado de capitais fragmentado e limitada é uma das características da econômica subdesenvolvida. Nele há escassez de capital próprio, limitadas a oportunidades de crédito e financiamento externo e de investimento em geral.

2.3.2 Encaixes e acumulação de capital

McKinnon (1973) realiza uma análise na qual a moeda faz parte do processo de acumulação de capital físico. Neste o preço é estabelecido pela oferta e procura de moeda nominal. Especificamente, a expectativa do comportamento futuro dos preços exerce influência na decisão dos indivíduos no que se refere à retenção de saldos reais de caixa.

Na economia fragmentada não existe mercado de crédito e de capitais organizados, por isso as pequenas e médias unidades produtivas dependem praticamente só do autofinanciamento. Essa situação impossibilita a distinção clara da existência de unidades ofertadoras e demandadoras de fundos líquidos no processo de acumulação de capital, sem deixar fora o governo que nem bem consegue pagar suas despesas. (MCKINNON 1973, p.55).

Relata ainda o autor, que a demanda de moeda, e os retornos sobre a mesma, devem crescer com o aumento da produtividade do capital, na medida que as taxas de juros e novas tecnologias desloquem as atividades empresariais para setores mais produtivos e mais intensivos de capital. Podendo ocorrer com isso uma elevação tanto em função do aumento do investimento auto-financiado, como também pela ampliação física do sistema bancário, pois o mesmo tem a capacidade de ampliar o fluxo de créditos-depósitos. A demanda de saldos reais de caixa se torna, mais significativa na presença de políticas desinflacionárias e de manutenção de taxas de juros elevadas. Tudo isso leva ao aumento do retorno real sobre a moeda, o que conduz a uma maior propensão a poupar e a investir.

O autofinanciamento faz parte das economias subdesenvolvidas nas quais praticamente não existem os mercados de capitais ou funcionam de modo inoperante. Com base nisso, McKinnon (1973) afirma a necessidade da plena liberalização dos mercados financeiros para superar o estágio financeiro subdesenvolvido. Desse modo, as taxas de retorno sobre a moeda se tornariam mais altas, o que é importante para que fornecedores externos de fundos se estimulem a investir, sem contar que o crédito bancário se tornaria mais acessível.

Ele defende também que os bancos devem praticar *spreads* que possibilitem retornos reais adequados aos seus depositantes. E o aumento da eficiência dos

empréstimos bancários também faria crescer a participação da moeda nas atividades de investimento e produção, eliminando os índices de repressão financeira no processo de acumulação de capital.

McKinnon (1973) lembra que nos países com economia subdesenvolvida grande parte do crédito bancário vai para aqueles tomadores privilegiados tanto privados quanto oficiais a quem se cobram taxas de juros subsidiadas, mais baixas ao seu custo de oportunidade. Dessa forma, mesmo que a maior parte dos recursos se origine de pequenos agricultores e industriais e de unidades familiares urbanas, com remuneração real negativa, eles não são promovidos financeiramente, porque os bancos preferem atender os agentes da economia tradicional de reconhecimento público. Então os recursos são canalizados para financiar mineradores, exportadores primários, importadores de bens destinados ao consumo restrito de algumas classes sociais, especuladores em mercados agrícolas, altos comerciantes. O autor diz que esta é a explicação que os recursos a serem destinados ao crédito são escassos.

Existe ainda em alguns países a determinação de tetos para taxas de juros ativas e passivas, atreladas a indexadores arbitrários que não corrigem o valor real da moeda. Em outras palavras, os bancos monopolizam e marginalizam grande parte dos potenciais tomadores, ou precisam pagar taxas adicionais que aumentam o custo do capital.

Diante disso, governos que prestam atenção a esses aspectos procuram reduzir os efeitos da depressão financeira aos setores mais prejudicados, adotando políticas, como seguros agrícolas, financiamento de estoques reguladores e programas de comercialização, entre outros, mas isso não resolve a falta do amplo acesso ao financiamento da economia marginal.

A solução é adotar uma estratégia de anti-repressão financeira que envolve a elevação das taxas de juros dos empréstimos bancários em geral, que aumentaria o grau de intermediação financeira. E diante da ineficácia de políticas, como a baixa da taxa de juros, o racionamento do crédito, a alternativa é a elevação da demanda da moeda simultaneamente ao controle da oferta de liquidez e a consequência imediata seria o aumento do retorno esperado sobre os depósitos bancários. Em resumo, segundo o autor, a solução dos problemas de crescimento dos países de economias atrasadas constitui-se da adoção de reformas que possibilitam estratégias de liberalização financeira.

2.4 PROPOSIÇÕES DE MODIGLINI E MILLER

Modigliani e Miller, entre 1958 e 1961, ao aprofundarem a discussão das relações entre o custo do capital e o dos investimentos, tentaram demonstrar, sob hipóteses específicas, que o valor de uma empresa não depende do seu grau de endividamento, de tal modo que a teoria do investimento neoclássica e a vasta pesquisa empírica que a acompanhou encontraram uma base teórica mais articulada. A teoria neoclássica de investimento defende que a saída para o crescimento do capital depende da diferença entre produtividade marginal do capital e o custo do capital; os fatores do custo do capital são o coeficiente de interesse e o coeficiente de depreciação, mas com exclusão de uma estrutura financeira. (BOCCIA, 1999) apud Paula (2007).

Na construção da teoria do modelo Modigliani-Miller, a independência das decisões de investimento daquelas de financiamento é um ponto importante: a acumulação de bens de capital por parte das empresas e o fluxo de recursos que estas podem determinar são dados independentes da estrutura financeira. Conseqüentemente, as decisões financeiras da empresa podem influenciar a distribuição dos recursos aos financiadores somente se a própria empresa tem qualquer grau de monopólio sobre o fluxo. Para excluir esta hipótese, o modelo implementa duas condições: a perfeição do mercado de capitais, ou o motivo de interesses análogos para as empresas e para os acionistas, e a ausência de imposição fiscal.

Segundo BOCCIA (1999) apud Paula (2007), a primeira condição consente em assumir que os investidores possam endividar-se em lugar da sociedade e no mesmo eixo de interesse; podem, inclusive, imitar alguma estrutura financeira que a firma queira escolher. Nessa modalidade, o valor de uma empresa é determinado exclusivamente pela capacidade de produzir renda e, portanto, é próprio daquelas escolhas de investimento que são consideradas dadas.

Onado (1992) apud Paula (2007) comenta que as condições de perfeição do mercado implicam que cada operador tenha a oportunidade de replicar todas as combinações financeiras possíveis, inclusive, de efetuar qualquer operação de decisão. Se duas empresas pertencentes à mesma classe de risco têm valores de mercado diferentes e diferentes comportamentos de endividamento, ao acionista da empresa mais

valorizada convém conquistar uma cota maior da empresa, até que os dois preços se igualem. E disto deriva a diferença entre capital próprio e capital de risco.

Segundo Boccia (1999) apud Paula (2007) é evidente que além da sua elegância formal, o modelo de Modigliani-Miller não tem complicações de natureza financeira. Faltam, com efeito, as implicações das vantagens do débito derivado da dedutibilidade fiscal dos interesses³, as considerações sobre o custo efetivo, cujo peso excessivo, como é intuitivo, poderia comportar uma deterioração da situação financeira de uma empresa e, portanto, limitar sua capacidade de investimento.

No entanto, ao assinalar um passo à frente na literatura do estudo das decisões financeiras, intervirá a proposição da assimetria informativa que, embora com falta de uma teoria rigorosa, mudará radicalmente as prospectivas com o retorno das conclusões de Modigliani-Miller. Por outro lado, também é verdade que somente as mais recentes evoluções nos estudos de economia empresarial parecem privilegiar uma dimensão interna à empresa, onde os mercados e suas oscilações, o comportamento de seus operadores, os conteúdos e os limites das intervenções institucionais e da regulamentação passaram a ter crescente relevância na discussão da teoria e da política econômica.

2.5 A CRÍTICA DE STIGLITZ

STIGLITZ (1969) não considera claras as proposições do teorema devido ao seu apoio na análise de equilíbrio parcial e considera especialmente que, sob determinadas condições, o custo do capital e o valor de uma empresa independem da razão dívida/capital.

Após realizar estudos analíticos, STIGLITZ (1969) afirma que em contexto de equilíbrio geral, no qual cada uma das empresas tem uma razão dívida/capital e um valor de mercados próprios, há outra solução de equilíbrio geral para a economia; no entanto,

³ Modigliani e Miller não tiveram nenhuma dificuldade em admitir que na hipótese de taxaço o custo ponderado do capital diminui por ocasião do aumento do endividamento e, portanto, aumenta o valor da empresa, pois esta se apropria da vantagem fiscal da qual goza o devido respeito ao capital próprio. No entanto, MILLER apud DE BONIS (1996), sustentou, em 1977, que as vantagens do débito são supervalorizadas. Os interesses passivos são dedutíveis pela empresa, mas constituem renda não disponível ao indivíduo. Uma empresa que, ao contrário, se financia somente com ações tem uma renda líquida menor, mas seus proprietários estão sujeitos aos impostos sobre ganhos de capital, em geral menor do tributo pessoal sobre rendas. Miller, encontra, assim, o mesmo resultado encontrado por Modigliani em 1958: para cada empresa não existe um procedimento ótimo entre débito e ações. (DE BONIS, 1996, p. 234).

predominam taxas de juros e valores comuns a todas as empresas. O autor critica o fato de que nas considerações respectivas ao teorema não se considera que, se existir risco de *default*, um *bond* se transforma em ativo de risco; por isso *bonds* de diferentes empresas não são semelhantes, como também um *bond* emitido por uma empresa de baixo grau de endividamento não é igual àquele emitido em caso de alto endividamento.

Para STIGLITZ (1969), os resultados do teorema de Modigliani e Miller teriam validade, sim, mas em condições limitadas, como na presença de diversas classes de risco ou na presença de um número de *securities* compatível com os estados de natureza. Além disso, na literatura da década de 60 defendia-se que as diferenças de portfólios dos indivíduos tinham como causa atitudes diferentes diante do risco.

A explicação de STIGLITZ (1972), que se apóia em Keynes e Knight, é que essa literatura não é realista por deixar de lado fenômenos essenciais dos mercados de capitais, como os *takeovers*.⁴ Em suas análises demonstra que sendo provável a falência e gerando-se conflitos de interesses entre acionistas e credores, o valor de mercado da empresa passa a depender de sua política financeira, criando-se uma interdependência entre alocação real de recursos e decisões financeiras. Desse modo, observa ALDRIGHI (2004, p. 5), “pode haver uma razão dívida capital ótima, um nível de equilíbrio de investimento das empresas, e ineficiência produtiva na economia. Por sua vez, a probabilidade não nula de falência pode fazer com que a empresa adote um nível de endividamento que minimize essa probabilidade”.

Se na teoria tradicional considerava-se que os empresários exerciam papéis passivos ao maximizar, por meio de informações imperfeitas, o valor presente descontado dos lucros esperados, para STIGLITZ (2002) essa operação se constituiu em problema de *engineering*, já que o valor de mercado da empresa determinava-se pelos valores de mercado dos fatores produtivos e estes determinavam automaticamente as decisões dos empresários. E defende que não existe nenhuma determinação que associe preços dos fatores a decisões melhores. Os *takeovers* só se tornam inteligíveis se forem considerados no contexto das divergências nas avaliações sobre a capacidade com que os diretores administram os recursos produtivos da empresa. Em geral, a probabilidade de um *takeover* cresce com o grau de endividamento e se reduz com o tamanho da empresa,

⁴ Significam o processo de mudança do controle societário de uma empresa através de compra de ações.

portanto, ele pode tornar dependente a taxa de juros tanto da razão dívida/capital quanto do *equity*.⁵

Ao ponderar que o retorno da ação de uma empresa associa-se aos dividendos e nos ganhos de capital e que o preço atual associa-se ao preço esperado no futuro, Stiglitz faz duas observações: Em primeiro lugar, caso através de um *takeover* uma pessoa tem a expectativa de aumentar o valor da empresa acima do seu preço no mercado, a partir do momento que torna essa expectativa pública, ou seja, transmite aos acionistas essa informação, o mercado simplesmente refaz a expectativa e aumenta o preço de mercado da empresa. Em segundo lugar, ao ter menos informação do que o *bidder* ou licitante, o credor pode interpretar que o retorno elevado, conforme sugerido pelo *takeover*, indica que é alta a probabilidade de falência e eleva a taxa de juros de empréstimo.

Ainda a respeito de Modigliani e Miller, STIGLITZ (1974) desenvolve análises que indicam a neutralidade de qualquer tipo de política financeira sobre o valor da empresa e conforme ALDRIGHI (2004, p. 6) considera que

(...) se não há expectativa de falência de nenhuma empresa em nenhum estado da natureza, se há um mercado perfeito para *bonds* sem risco de todas as maturidades, se todas as empresas já tomaram suas decisões reais e se há um equilíbrio geral (caracterizado, para cada estado da natureza, para cada momento no tempo, e para uma dada política financeira, por um dado preço para *bonds* de cada maturidade e por um dado valor para cada empresa), então há uma outra solução de equilíbrio geral em que, mesmo se qualquer empresa mudar qualquer política financeira, o valor da empresa e o preço de todos os *bonds* de todas as maturidades não mudam para qualquer período e estado da natureza, e os investidores fazem ajustes compensatórios de portfólios.

Como se viu até aqui, diante do teorema de Modigliani e Miller, cujo resultado é a neutralidade da política financeira da empresa sobre seu valor, Stiglitz enfatiza que esse resultado depende de condições restritivas, como “a probabilidade nula de falência, mesma e plena informação dos investidores sobre os retornos da empresa, a neutralidade da política financeira das empresas sobre os incentivos e a propensão ao risco de seus diretores e expectativas sobre o valor da empresa, independentes da política financeira”. (ALDRIGHI, 2004, p .7).

⁵ Termo que significa o Patrimônio Líquido de uma empresa e pode ser calculado como a diferença entre os ativos totais e os passivos de uma empresa.

Paula (2007) denomina Stiglitz (1969) como sendo um dos expoentes da corrente novo-keynesiana, a análise de Stiglitz assume basicamente que os mercados financeiros são rígidos e imperfeitos. A causa vem da assimetria de informações conseqüente das relações entre emprestadores e tomadores de crédito. Assim, os contratos são incompletos e a realização deles submete-se a riscos e incentivos adversos, o que é observável no mercado de crédito e no de capitais. Sua opinião é discordante da teoria dos mercados financeiros eficientes, pois não considera que os mercados que se determinam livremente consigam agir de acordo com leis de oferta e demanda, como é o caso dos bancos.

Nessas condições há uma oferta de crédito que não é ótima. Isso coloca a necessidade de correção de falhas de mercado no setor financeiro e de políticas públicas.

Por outro lado, investimentos em setores mais intensivos em tecnologia têm maior risco porque existem menos informações sobre como esses mercados funcionam e poderiam funcionar no futuro, o que implica em investimento menor ao que seria desejável, especialmente pelas externalidades que eles geram. (PAULA, 2007)

Para de Stiglitz apud Greenwald e Stiglitz, (1993), os bancos são instituições de intermediação financeira, cujo objetivo é maximizar lucros num contexto de incerteza instrumental e ambiental, tal como as unidades produtivas. Todavia, estão sujeitos a riscos de falência muito mais agudos em função da natureza dos seus ativos e passivos. O negócio dos bancos é produzir informações e, com base nelas, selecionar clientes que possam se habilitar a seus empréstimos.

Nesse contexto, “o principal problema com que os bancos se defrontam reside no fato de que eles não sabem como o dinheiro que emprestam está sendo investido.” (Greenwald, Stiglitz e Weiss, 1984, p. 195). Apesar de utilizarem sofisticadas ferramentas de análise de risco de crédito (contábeis e sócio-econômico-financeiras), os bancos não conseguem identificar e selecionar, no conjunto de seus clientes, os “riscos bons” e os “riscos ruins”. Assim, em suas decisões de crédito, conscientes dos riscos de inadimplência de seus clientes, os bancos se tornam avessos ao risco.

Diferentemente das demais firmas, o mais importante ativo do banco é o seu capital informacional. É com base nele que tomam decisões de empréstimo, definem a taxa de juros cobrada, exigem colaterais, ajustam a maturidade das dívidas e racionam o crédito. Em períodos de graves recessões, em que ocorrem falências de firmas e bancos,

esse capital informacional é destruído parcial ou totalmente, provocando limitações nos fluxos de crédito para o financiamento da produção e dos investimentos.

Na análise de Stiglitz (1974) a moeda é importante, porém não se lhe concede significância de *per se*. Sua relevância reside em sua estreita vinculação com o crédito, na medida que é a variável-chave para que este cumpra a sua finalidade de fomento da produção e do investimento.

O mais importante ativo do banco é o seu capital informacional. É com base nele que tomam decisões de empréstimos. Em períodos de graves recessões, em que ocorrem falências de firmas e bancos, esse capital informacional é destruído parcial ou totalmente, provocando limitações nos fluxos de crédito para o financiamento da produção e dos investimentos.

Na análise de Stiglitz é o crédito, e não a taxa de juros, que consegue exercer o papel fundamental de coordenação do mercado, deixando de ser a taxa de juros o mecanismo que equilibra a oferta e demanda de fundos em circunstâncias em que o crédito deva ser racionado.

Stiglitz (1969), enfatiza que o crédito não pode ser alocado à maneira de “um leilão”, mecanismo em que os beneficiários de empréstimo são aqueles que estão dispostos a pagar as mais altas taxas de juros. É preciso se precaver do risco de inadimplência dos seus empréstimos.

Por outro lado, o aumento da taxa de juros pode causar impactos negativos, tanto do ponto de vista da seleção adversa como do incentivo adverso. Isso significa que a elevação da taxa de juros tem o poder de afugentar bons clientes existentes e potenciais e atrair outros interessados em financiamento para projetos de investimento altamente arriscados (PAULA, 2007).

Fica evidente, assim, que a taxa de juros arbitrariamente escolhida é compatível com um excesso de demanda por crédito, o que significa uma importante falha do mercado. Relata Oreiro (2003), a assimetria informacional no mercado de crédito implica que uma parcela da demanda de investimento não é susceptível de ser financiada, resultando numa frustração de empresários do setor produtivo. Nesse caso, o autor observa que o nível de equilíbrio da economia é consistente com uma “sub-acumulação de capital”.

Do ponto de vista do modelo walrasiano, diante de uma pressão de demanda de crédito, o equilíbrio no mercado de empréstimo somente poderia ser conseguido a altas taxas de juros, as quais, certamente, passariam a inibir a atividade de investimento. Entretanto, os bancos evitam aumentar a taxa de juros, receosos dos efeitos seleção adversa e incentivo adverso. No primeiro caso, haveria o perigo de se afugentarem os potenciais tomadores, detentores de fichas cadastrais idôneas, considerados, portanto, com “riscos bons”. Por certo, tais clientes não se dispõem a arcar com o ônus de taxas de juros tão altas, deixando, desse modo, de empreender seus projetos de investimento. No segundo, haveria o estímulo para que potenciais tomadores empreendessem projetos com alta variância em torno da probabilidade média de retorno, e, portanto, associados a elevados riscos em termos de inadimplência.

Para Paula (2007) essas considerações sugerem que tanto a incerteza (endógena ou exógena) como os riscos a ela associados induzem os bancos e as firmas a serem avessos ao risco, em face do problema da seleção adversa e do *moral hazard*. Esse comportamento decorre do fato de os mercados serem informacionalmente imperfeitos, o que, na visão de Stiglitz (1969), é uma característica fundamental da economia capitalista.

2.6 A DISCUSSÃO INSTITUCIONAL DE ZYSMAN

Nos itens anteriores foi visto que, tanto da perspectiva da teoria da informação assimétrica como da perspectiva keyensiana da incerteza e da importância do *funding*, não há uma solução ótima de mercado para a oferta de financiamento de longo prazo. Em particular em economias em desenvolvimento, esses problemas tornam-se mais intensos, e as formas institucionais pelas quais se procura solucioná-los são ainda mais importantes que nas economias desenvolvidas. Por isso, a discussão dos mecanismos institucionais de geração e canalização do crédito é chave para entender o financiamento de longo prazo.

ZYSMAN (1983) desenvolve essa discussão institucional, com base nas relações entre empresas e sistema bancário, no fornecimento de *funding* para as atividades empresariais. O autor aponta três tipos de sistemas financeiros: sistema financeiro que tem por base o mercado de capitais; sistema financeiro que tem por base o

mercado de crédito com presença estatal e; aquele que se apóia no crédito das instituições financeiras privadas. Afirma que cada qual foi funcional para o desenvolvimento econômico dos países vistos como modelo.

O primeiro paradigma, o anglo-saxão, tem associação com os Estados Unidos e com o Reino Unido, cuja característica é a segmentação institucional entre os bancos de investimento e os bancos comerciais. O segundo modelo envolve França e Japão, entre outros, nos quais predominava a intervenção estatal no financiamento bancário, através de fixação de tetos para os juros e direcionamento de crédito. No terceiro paradigma é mais forte o financiamento bancário, com ausência de intervenção estatal direta, como ocorre no caso alemão. Neste caso os bancos universais dominam o mercado financeiro e controlam a indústria por meio de relações de propriedade, em outras palavras, realiza-se a participação acionária direta dos bancos nas empresas que não são financeiras.

ZYSMAN (1994) ressalta que as instituições criam caminhos de crescimento historicamente enraizados. Sua abordagem destaca os aspectos microeconômicos na determinação das trajetórias global e /ou nacional.

Segundo FREITAS e PRATES (2001, p. 2), a tipologia de Zysman estende-se aos países periféricos, como México e Brasil e outros países do Cone Sul, antes da não bem sucedida “tentativa de liberalização financeira no final dos anos 70 e início dos 80”. Nesses países, os bancos de fomento e de crédito dirigido a setores tidos como prioritários intermediavam a ação do Estado. A liberalização financeira em muitos países do Cone Sul (inspirada na teoria da repressão financeira) comprometeu a formas públicas de financiamento do investimento, mas não colocou em seu lugar mercados de capitais eficientes.

A análise de Zysman (1983) representa uma das mais notáveis contribuições para compreensão de como as estruturas financeiras existentes em cada país podem contribuir para a sustentação de uma desejada estratégia de ajustamento industrial. Em sua abordagem, o autor procura destacar como o governo intervém seletivamente no processo de ajustamento industrial, considerando, de um lado, as características do funcionamento dos mercados locais, e de outro, o papel exercido pelas estruturas financeiras, ao influenciarem as decisões das firmas e as próprias escolhas governamentais na formulação da estratégia de crescimento de cada país.

Segundo Zysman (1983) estão identificados e fortemente enfatizados os aspectos institucionais determinantes das estruturas financeiras, as quais influenciam na definição de mecanismos destinados a acomodar os conflitos latentes associados às políticas de ajustamento e desenvolvimento industrial. Nesse sentido, Zysman (1983), se detém no exame do processo de como, a partir das estruturas financeiras próprias de cada país, as políticas governamentais podem se interagir com as instituições do mercado para alcançar objetivos econômicos bem definidos.

Zysman (1983) salienta os três modelos de sistema financeiro, o primeiro, o sistema financeiro baseado em mercado de capitais, como principal alternativa de financiamento de longo prazo, cuja função é alocar recursos através de preços livremente determinados segundo as regras de mercado. Nesse sistema, as relações entre governo e indústria se reforçam mutuamente ao longo do tempo, mas, embora as políticas públicas possam produzir algum grau de influência, as estratégias e decisões de ajustamento ou desenvolvimento da produção e investimento são prerrogativas das corporações. Este é o caso observado nos Estados Unidos.

O segundo modelo de acordo com Zysman (1983) o sistema financeiro baseado em crédito, no qual os preços críticos são administrados pelo governo, o que se traduz no elemento de intervenção política no rumo dos negócios industriais. O Estado exerce, de forma deliberada e seletiva, casos dos países Japão e França. Como os mercados de capitais são fracos e de difícil acesso aos tomadores privados, a demanda de empréstimos das firmas é satisfeita pelas instituições financeiras: bancos e outras firmas especializadas. Os bancos, aliás, além de serem os principais agentes fornecedores de crédito, são a via de acesso ao mercado de capitais, nos quais tendem a participar através do controle do capital de grandes empresas.

Enfatiza Zysman (1983) a intervenção governamental cria um desequilíbrio entre oferta e demanda de fundos ao nível corrente de preços, o que somente poderia ser corrigido mediante a adoção de regras administrativas que favoreçam arbitrariamente um dos lados do mercado. Assim, a questão fundamental não se restringe ao fato de o governo intervir com o objetivo de alocar discricionariamente recursos financeiros, mas no problema de identificar que firmas devem se tornar beneficiárias do processo.

No terceiro modelo, o sistema baseado igualmente em crédito liderado por instituições financeiras multifuncionais, no qual o poder de mercado permite-lhes

influenciar as decisões industriais, implementadas através do que o autor denomina “*style of modern capitalism*”. Esse é o caso da Alemanha.

Este modelo tem forte similaridade com o sistema baseado em crédito, porém há uma fundamental diferença refletida no restrito número de instituições financeiras dominantes e o seu grau de independência do Estado. Aqui, à semelhança do primeiro modelo, são os mercados que determinam os preços, e é através deles que se manifesta a concentração de poder financeiro.

Zysman destaca especialmente o fato de que nesse modelo, por circunstâncias histórico-institucionais, o governo não dispõe de um aparato para determinar as escolhas das instituições financeiras, isto é, não dispõe de canais no sistema financeiro com os quais poderia influenciar as decisões empresariais. Todavia, os bancos são usados como aliados do governo, na definição de interesses que envolvam as suas políticas, em particular no campo das finanças.

Resumindo o primeiro modelo é visto como a solução adequada para o financiamento industrial em países tradicionalmente industrializados, enquanto que os dois últimos são as alternativas para os países de industrialização retardatária.

Dos três distintos sistemas financeiros examinados, o sistema financeiro baseado em crédito, com preços administrados (Japão), seria associado ao modelo de ajustamento industrial influenciado pelo governo (*state-led growth*). Similarmente, num sistema financeiro baseado em crédito, mas com predominância dos interesses dos bancos (Alemanha), o ajustamento industrial dependeria de um processo de negociação, envolvendo os bancos e as instituições representantes das corporações industriais.

Na concepção de Zysman (1983) esse seria o modelo de ajustamento denominado *negotiated*. Por último, o sistema baseado em mercado de capitais, com preços competitivos (Estados Unidos), seria considerado mais compatível com os arranjos institucionais destinados a garantir a predominância das visões e dos interesses das corporações no processo de ajustamento industrial (*company-led growth*).

Zysman (1994) ressalta que as instituições criam caminhos de crescimento historicamente enraizados. Sua abordagem destaca os aspectos microeconômicos na determinação das trajetórias global e /ou nacional.

As mudanças ocorridas desde o final da década de 70 do século passado modificaram o quadro institucional de Zysman, pois desaparecem o enquadramento de

crédito e o sistema de taxas de juros, administradas na França e Japão, a segmentação institucional presente nos Estados Unidos e no Reino Unido mantém seus méritos por identificar diferentes padrões de desenvolvimento associados com os formatos financeiros. (FREITAS e PRATES, 2003).

Do ponto de vista institucional, pode-se concluir que, à luz da abordagem de Zysman, o período em análise foi marcado pela ausência de um sistema financeiro com estrutura bem definida, fosse baseada em crédito ou em mercado de capitais, que pudesse dar suporte a uma estratégia autônoma de industrialização (*state-led ou company-led growth*). O Estado procurou intervir na formulação e implementação da política industrial, inclusive criando ou regulamentando mecanismos financeiros de financiamento de médio e longo prazo (BNDES, 2007).

2.7 A INCERTEZA KEYNESIANA

O argumento de Keynes de que na demanda efetiva, o investimento antecede a poupança pode ser fortalecido para uma outra linha de raciocínio, é a análise do papel diferenciado dos fluxos de poupança, de financiamento e *funding* do investimento numa economia monetária de produção, na qual os agentes decidem com base em um ambiente de incerteza keynesiana” (PAULA 2007, p. 91).

Keynes defende que na economia monetária, bancos e empresários são agentes que determinam a demanda agregada efetiva, disso derivando o nível de emprego e do produto, como refere STUART (1995, p. 275), mesmo que o consumo seja o componente mais estável e de maior peso da demanda, os consumidores e poupadores não exercem papel principal no modelo de determinação da renda.

Desse modo as decisões dos agentes responsáveis pelos investimentos são muito importantes, já que suas decisões dependem do fluxo gasto em bens de capital que são essenciais para conservar uma trajetória de crescimento do produto e do emprego, mas é preciso prestar atenção ao fato de que mesmo com a presença dos incentivos empresariais a investir, após a tomada de decisão positiva ao investimento a aquisição de bens de capital somente se realiza se contar com aporte adequado de recursos externos à empresa. Em caso positivo, ocorre uma demanda de moeda por *finance*, o que se concretiza de modo prévio e independe das decisões e poupança. Ao banco cabe a

realização do seu papel fundamental nos ciclos da economia, oferecer o financiamento empresarial.

Segundo Carvalho (1995) o papel dos bancos no processo *finance funding* é de ofertar o crédito necessário. A oferta *finance* se dá por meio do simples mecanismo contábil por meio do qual se dá a criação da moeda escritural, não envolvendo a utilização de poupança prévia no processo, mas na medida que isso gera passivos que equivalem a novos fluxos de moeda-crédito, supõe-se que a autoridade monetária se disponha a acomodar a demanda de reservas dos bancos, visando evitar que eles se deparem com problemas relacionados ao risco de liquidez. Se a autoridade monetária se mantém indiferente nesta questão, os bancos podem se recusar a alimentar a normalidade dos fluxos de *finance*, ou seja, podem se considerar impedidos de assumirem novos passivos. Diante disso, o público só abrirá a mão de parte de suas reservas monetárias se a taxa de juros subir. A autoridade deve colaborar evitando elevação da preferência pela liquidez para possibilitar que os bancos sejam tidos como os responsáveis diretos pelos ciclos de baixo ou alto nível.

Os autores keynesianos ressaltam que a poupança é criada junto com o investimento e que uma vez gerada no curso do processo de expansão da renda, a poupança não se transforma em sua totalidade em fundos disponíveis, pois isso depende de um processo complexo por meio do qual os tomadores e ofertadores de fundos para investimento se interagem nos mercados financeiros.

O processo *finance-funding* abrange aspectos micro e macroeconômicos. No aspecto micro estão os desejos dos empresários e banqueiros de reafirmar compromissos de longo prazo sobre bases sólidas, o que acontece, segundo KEYNES (1982) apud Paula (2007), devido à necessidade de se reduzir o potencial de risco dos tomadores e dos emprestadores. Desse modo, o financiamento do investimento se realiza num mundo de incertezas que tem como característica um processo no qual em diferentes momentos o *finance* cede lugar ao *funding*, deixando de lado o risco de liquidez dos emprestadores de curto prazo.

No aspecto macroeconômico, a existência de amplos mercados financeiros se tornam fator determinante, pois são o espaço no qual os riscos de fragilização financeira, decorrentes do crescimento monetário da economia, podem ser mitigados.

Para Studart (1995) a primeira é de natureza microeconômica, que corresponde à habilidade para gerar mecanismos que permitam provisionar recursos destinados ao *finance/funding*. A segunda tem uma conotação essencialmente macroeconômica, pois revela a capacidade de os sistemas financeiros sustentarem uma trajetória de crescimento estável no longo prazo, sem provocar desequilíbrios nas atividades de financiamento tendentes ao processo de fragilização financeira, e nem criar dificuldades para o regular funcionamento do sistema de pagamentos.

Se a economia opera num contexto de normalidade, depois da gestação do projeto de investimento, ou antes, as empresas tomam a iniciativa de fundar a dívida contraída com o sistema bancário. Essa possibilidade existe por meio do mecanismo do *funding*, que de acordo com Keynes relaciona-se ao processo de alongamento de passivos. Em sistemas financeiros segmentados o *funding* em geral acontece no mercado de capitais, quando as empresas emitem primariamente ações ou títulos de dívida, visando o aporte de recursos destinados à liquidação de compromissos de *finance* assumidos junto aos bancos.

Vai se percebendo que o problema de base do investimento de longo prazo está na existência de mercados financeiros organizados, especialmente do ponto de vista do *funding*.

Concluindo a respeito dos três aspectos, mostrou-se que no aspecto do nível agregado, a questão do financiamento não tem solução somente diante do simples esforço de aumento da poupança, como se entendia na teoria neoclássica, por existir uma relação direta de causalidade entre poupança e investimento. Contrariamente, a relação existe, mas de modo inverso, na medida que é o investimento variável responsável pelo incremento na renda e, assim, o fator determinante do incremento da poupança.

No entanto, a importância disso depende da existência de mercados financeiros organizados, que possam agir de acordo com os parâmetros de eficiência como afirma essa abordagem. Desse modo, instituições eficientes precisam operar no circuito *finance-funding* com a finalidade de mobilizar totalmente os fundos gerados no curso de gestação dos projetos de investimento, e direcioná-los para o atendimento das necessidades de *funding* das corporações industriais. Assim, a poupança se iguala ao investimento, mas isso será verdadeiro no sentido *ex-post*. Esse processo será bem sucedido dependendo de fatores de natureza microeconômica, mas seus resultados são de natureza

macroeconômica, já que se desenvolvem de acordo com o princípio da demanda efetiva de Keynes.

2.7.1 O modelo Pós-Keynesiano de financiamento do investimento

Existe na literatura uma controvérsia neoclássica-keynesiana no que se refere às relações entre poupança e investimento-poupança-*funding*. Em primeiro lugar relatam-se aspectos da controvérsia sobre a poupança, investimento e taxa de juros.

Para STUART (1995) na visão tradicional sobre o papel dos sistemas financeiros no desenvolvimento econômico, discute-se sobre a necessidade de poupança prévia para servir de garantia aos fundos destinados ao financiamento e investimento, e o segundo aspecto, sobre a questão financeira, como se viu acima.

Na análise clássica da teoria dos fundos emprestáveis, conforme CHICK (1993) a poupança é fonte insubstituível de financiamento do investimento do processo de aumento da capacidade produtiva da economia, não importando se a economia é agrícola ou se faz parte da Revolução Industrial na qual a poupança se realiza antes do investimento.

Na agricultura, por exemplo, a produção que é estocada se relaciona com o desejo de poupança e o que é plantado associa-se ao investimento. No momento em que as economias iniciaram o processo de industrialização por meio de pequenas unidades produtivas, também precisaram constituir previamente fundos externos para o investimento. E isso só mudou quando foi necessário obter fundos externos para investir, surgindo, desse modo, divergências de motivações entre poupadores e investidores.

Os clássicos defendem que é necessária a poupança precedendo os investimentos. As poupanças se converteriam em títulos de dívida, esperando com isso uma renda futura advinda da taxa de juros. (CHICK, 1993, p. 202). Assim os fundos para investimentos tornam-se disponíveis por meio dos bancos.

Mas a teoria neoclássica wickselliana, mesmo concordando que existe relação positiva entre poupança e investimento, afirma que existe discrepância *ex-ante* entre poupança e investimento. Quanto mais alta é a taxa de juros, menores serão os títulos e maior o desejo de comprá-los. Então a poupança se transforma numa função crescente da taxa de juros, que estimula a parcimônia. No aspecto do crescimento, já que ocorre

produtividade marginal de capital, passa a haver maior disposições dos empresários demandarem fundos, caso ocorra uma baixa na taxa de juros e a elevação no preço dos ativos rentáveis. Para a teoria clássica, a taxa de juros é o “preço” dos recursos disponibilizados para financiar o investimento que equilibra o quanto é poupado e o quanto é investido. Caso exista elevação de abstinência ou de produtividade marginal de capital, o equilíbrio se altera, o que conduz à teoria dos fundos emprestáveis, concluindo-se que a poupança e o investimento estabelecem as taxas de juros.

Essas taxas de juros são chamadas por WICKSELL (1986) de taxa natural. Para esse autor, os elementos que constituem a teoria clássica da poupança e da taxa de juros só valiam para uma economia de moeda pura, enquanto a economia da época já era de moeda mista, na qual os bancos já exerciam o papel importante de criar moeda-crédito.

Neste caso os bancos podem sair do âmbito da “taxa natural”. O desvio da taxa de mercado com relação à “taxa natural” daria origem a um desequilíbrio entre poupança e investimento no sentido *ex-ante*, ou também poderia ocorrer um excesso de demanda de fundos, o que estaria subtendido na tese da denominada tese da “poupança forçada”. (STUDART, 1993).

Mesmo com as colocações de Wicksell, a visão clássica se manteve afirmando que a poupança precede o investimento. Também se contrapôs à análise tradicional quanto às relações entre poupança e investimento, o estabelecimento da taxa de juros, as proposições de Keynes e dos pós-keynesianos, ao discutirem que num mundo real são diferentes os determinantes da poupança e de investimentos. A poupança resulta do crescimento de renda indo contra a causalidade defendida pela teoria clássica. O determinante mais importante do aumento da renda é o investimento, que também forma a poupança efetiva.

Além disso, Keynes não aceita o argumento clássico quanto à determinação da taxa de juros ao afirmar que suas variações e seus níveis não dependem das decisões que se originam no mercado de fundos emprestáveis; pelo contrário, dependem dos fatores que estabelecem a oferta e a demanda da moeda. Defende que uma variação na taxa de juros pode ser provocada por uma mudança da preferência pela liquidez, devido aos impactos da demanda efetiva sobre a renda e o emprego ou na mudança de expectativas dos agentes no mercado de títulos. E, considerando que as condições que determinam a preferência pela liquidez sejam inalteradas, a taxa de juros pode também variar em

função dos objetivos da política monetária. Fica evidente, portanto, que a taxa de juros é determinada fora do circuito poupança-investimento, e por isso Keynes a tem como fenômeno monetário, não real, como a teoria clássica defende.

No aspecto específico do investimento, Keynes argumenta que é determinado pela eficiência marginal do capital, que depende do estado, das expectativas e da quantidade de confiança com que se constituem os prognósticos referentes a algum empreendimento. O investimento tem possibilidade de ser atrativo enquanto a eficiência se iguala à taxa de juros de mercado, ou seja, o investimento acaba sendo influenciado pelas taxas de juros.

Então, conclui-se a respeito dessa discussão que o investimento agravado efetivo produz impacto na renda e, conseqüentemente, na própria poupança efetiva, deixando claro que, como analisou Keynes, a poupança é determinada pelo investimento.

Em segundo lugar discute-se o conceito Pós-keynesiano de sistemas financeiros eficientes (ou funcionais).

O conceito de eficiência pós-keynesiana dos sistemas financeiros abrangem duas distinções (STUDART, 1995). A primeira, de natureza econômica, diz respeito ao desempenho de gerar mecanismos que possibilitam provisionar recursos voltados ao *finance/funding*. A segunda indica a capacidade de os sistemas financeiros manterem uma trajetória de crescimento estável no longo prazo, sem causar desequilíbrios nas atividades de financiamento que tendem ao processo de fragilização financeira e sem dificultar a regulação do funcionamento do sistema de pagamentos.

Nos dois casos, as instituições financeiras que tendem a terem melhores resultados são aquelas que se inovam e potencializam os instrumentos de financiamento empresarial nos mercados primário e secundário de títulos.

STUDART (2000), que continua defendendo seu argumento quanto à abordagem pós-keynesiana de mercado financeiro eficiente, acrescenta que um sistema financeiro é tido como funcional ao desenvolvimento econômico se promover mecanismos adequados de *finance-funding* para apoiar o ritmo de crescimento do estoque de bens de capital. A eficiência só será conhecida em sua plenitude se o sistema financeiro tiver condições de concretizar a potencialização do uso da base de recursos existentes, visando a obtenção de um ritmo mais rápido de crescimento se o sistema financeiro tiver a possibilidade de concretizar isso ao mais baixo custo de intermediação

e com o menor impacto possível no que se refere à fragilidade financeira, incluindo outros desequilíbrios de ordem financeira que cheguem a atingir a estabilidade buscada do processo de crescimento econômico.

Paula (2007) faz algumas observações a respeito do conceito pós-keynesiano de eficiência do sistema financeiro. Primeiramente destaca a importância da participação ativa das autoridades monetárias e regulatórias no processo; devem tomar iniciativas que previnam ou contornem os efeitos negativos do comportamento dos bancos, que pode originar graves sintomas de fragilidade financeira. Em segundo lugar, precisam agir no ajuste dos fluxos de crédito e de liquidez, bem como no nível das taxas de juros, por meio dos múltiplos instrumentos monetários e normativos que têm à sua disposição. Em terceiro lugar que o conceito de eficiência ou funcionalidade na dimensão micro e macroeconômica se aplique indistintamente a estruturas financeiras com base em mercado de capitais e funcionalmente segmentadas ou baseadas em mercado de crédito operando no sistema de banco universal, caso típico Alemão.

Studart (2000) estende e reafirma o seu argumento em torno do conceito pós-keynesiano de mercado financeiro eficiente. Neste trabalho mais recente, ele usa o termo funcional como explicitamente equivalente a eficiente. Nesse sentido, reafirma-se que um sistema financeiro é reconhecido como funcional ao desenvolvimento econômico se for capaz de gerar mecanismos apropriados de *finance-funding* para sustentar o ritmo de crescimento do estoque de bens de capital. Com efeito, o sistema financeiro eficiente deve estar apto a criar alternativas de financiamento com diversas escalas de vencimentos, para atender a diferentes demandas de fundos destinadas a potencializar o uso da base de recursos existente com vista a obter-se um ritmo mais rápido de crescimento.

Em síntese, do ponto de vista do pós-keynesianismo, sistemas financeiros eficientes precisam mostrar capacidade e garantia de que a oferta de financiamento seja elástica, objetivando atender as necessidades de *finance* dos investimentos na formação de capital, sem deixar de dispor de habilidades para criar mecanismos pelos quais se torne possível mudar dívidas contraídas na fase de gestação dos projetos e investimentos em compromissos de longo prazo.

Resumo e conclusão

Ao longo dessa literatura tentou-se captar os aspectos considerados mais essenciais de algumas abordagens sobre assuntos que estão ligados direta ou indiretamente aos objetivos deste estudo. Em particular, tentou-se mostrar que nas distintas escolas de pensamento há importantes ressalvas acerca da capacidade do setor financeiro de efetivamente canalizar os recursos financeiros de longo prazo necessários para promover o desenvolvimento. Seja por imperfeições de mercado (notadamente assimetrias de informação), por razões institucionais ou pela forte incerteza que cerca as decisões de investimento, é necessária a intervenção pública através da regulação ou de operações diretas de crédito. A existência de bancos nacionais de desenvolvimento parece assim perfeitamente justificada à luz da teoria e da experiência histórica dos países em desenvolvimento. Nas próximas seções, discute-se em que medida o BNDES desempenhou essa função de coordenação e de canalização do crédito para o desenvolvimento no Brasil.

3 A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO

Neste capítulo realiza-se uma retrospectiva referente ao sistema financeiro a partir dos anos de 1964, período pós Segunda Guerra Mundial, onde esse sistema ainda não contava com uma estrutura unificada de banco central clássico. Será enfatizado na discussão que o sistema monetário e financeiro do Brasil mostravam importantes imperfeições que o impediam de desenvolver adequadamente as funções de crédito de longo prazo.

3.1 AS INSTITUIÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO

O sistema financeiro vigente no Brasil até 1964 era composto pelas seguintes instituições: bancos comerciais, incluindo-se nesse grupo o Banco do Brasil, as Caixas Econômicas, os bancos de fomento liderados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e as Sociedades de Crédito Financiamento e Investimento. Outras entidades importantes, dado o seu papel na mobilização de fluxos específicos de poupança, eram os institutos de previdência corporativos e as companhias de seguros e capitalização.

Para Ferreira (1974), o Banco do Brasil, os bancos comerciais, as caixas econômicas e os bancos de fomento (BNB, Banco de Crédito da Amazônia, Banco de Fomento da Bahia e BNCC) funcionavam como instituições criadoras de moeda, os quais, em 1964, eram responsáveis aproximadamente por 90% do movimento líquido de recursos do sistema, valendo destacar que apenas o Banco do Brasil respondia por cerca de 56% desse montante.

Os bancos comerciais atuavam preponderantemente em operações de empréstimo de curto e médio prazo, as quais, via de regra, eram lastreadas por depósitos à vista e a prazo canalizados junto ao setor privado. Eles eram proibidos de emitir debêntures e de realizar negócios com imóveis, exceto os casos destinados às suas instalações.

De acordo com as diretrizes das Reforma Bancária (lei 4.595/64), cabia aos bancos comerciais atuar em operações de intermediação que não pusessem em risco a sua condição de coração do sistema financeiro e, portanto, a sua responsabilidade direta pelo funcionamento regular do sistema de pagamentos. Nesse sentido, eles reforçaram a

sua tendência de privilegiar as operações de empréstimos de curto prazo, destinadas a atender as necessidades de capital de giro empresarial (industrial e mercantil) e o crédito pessoal. Isso não impediu, contudo, que, com o desenvolvimento do mercado de títulos públicos, parcela crescente de seus recursos se destinasse à aquisição de obrigações e Letras do Tesouro, em mercados primários e secundários.

Por outro lado, quanto viessem a concorrer com os bancos de investimento e com as financeiras e, posteriormente, incorporando as atividades destes no processo de conglomeração, os bancos comerciais sempre mostraram uma fraca aptidão e falta de entusiasmo no que se refere a operações de financiamento de longo prazo à indústria de bens de capital, a não ser em casos específicos de operações de repasse ou de formação de conglomerados em atividades afins (Miranda e Tavares, 1999). A justificativa para esse comportamento sempre residiu na necessidade de se evitar problemas de liquidez e solvência, e a conseqüente possibilidade de intervenção do Banco Central. Os casos explícitos de imprudência e desobediência a essa regra básica se sujeitavam a severas punições na forma de intervenção, falência e/ou liquidação, o que resultou no desaparecimento de inúmeras instituições do mercado.

Relata Stuardt (1993), que o Banco do Brasil exercia um grande peso dentro do sistema bancário comercial. Sua importância não decorria apenas de suas atividades enquanto banco comercial, mas também, como já mencionado, por ser o responsável pela grande massa de crédito direcionado para os setores e locais menos atraentes para os demais bancos, tais como a agricultura e o pequeno comércio fora dos grandes centros urbanos, notadamente o eixo Rio-São Paulo-Belo Horizonte. Nesse sentido, ele cumpria as determinações do governo federal, seu acionista majoritário, do qual era e continua sendo o seu principal agente financeiro.

As Caixas Econômicas, uma das instituições mais tradicionais do sistema financeiro, funcionaram até o início dos anos 70, sob jurisdição federal e estadual. Em 1970, o governo unificou as caixas econômicas federais existentes nas principais unidades da Federação, dando-lhes a designação única de Caixa Econômica Federal (EPEA/MPCE, p. 187-9). Na estrutura do sistema financeiro, essas instituições sempre funcionaram como instituições bancárias no sentido estrito do termo, captando depósitos populares, à vista e a prazo, e canalizando-os para empréstimos hipotecários, sob penhor e em conta corrente, e para aquisição de bens duráveis.

Uma das iniciativas de diversificação do sistema financeiro nacional foi a criação, em 1952, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico⁶. Essa instituição foi criada para funcionar como banco de fomento, tornando-se o instrumento central de intervenção do governo no campo do desenvolvimento econômico. O seu objetivo era dar suporte financeiro aos programas e projetos de reaparelhamento econômico destinados à expansão da base produtiva em setores considerados estratégicos para sustentação do processo de industrialização do País.

Outra iniciativa foi a criação das sociedades de crédito, Financiamento e Investimento, que ocorreu em resposta aos constrangimentos impostos pela Lei de Usura, em conjugação com a alta persistente de preços, na busca de solução para o problema representado pela carência de fontes de financiamento de médio e longo prazo. Essa era uma questão visível e altamente preocupante do ponto de vista da necessidade de sustentação da trajetória de crescimento do mercado de bens de consumo duráveis e semi-duráveis e, portanto, da própria sustentação do ritmo de crescimento da atividade econômica. A partir do pós-guerra, esse problema se tornara crucial, em face da limitada capacidade e a disposição mesma dos bancos comerciais de atuarem nessa área, pois suas políticas de crédito passaram a priorizar as operações de empréstimo de curto prazo.

Para Cruz (1998), os principais entraves a uma maior participação dos bancos no financiamento da formação bruta de capital nesse período poderiam ser resumidos em três pontos importantes, os quais tinham estreita ligação entre si: a) baixa capacidade de poupança das unidades familiares; b) desvio dos fundos disponíveis do processo de financiamento da produção e do investimento; c) existência de distorções econômicas originárias da aceleração inflacionária.

O sistema financeiro privado não dispunha de escala financeira e habilidades suficientes para a alavancagem de operações de longo prazo, considerando o volume e o ritmo dos investimentos programados no setor industrial. Em face dessa restrição estrutural, a estratégia incorporada na política global do governo considerou as seguintes fontes principais de financiamento externo: a) as empresas estatais e autarquias deveriam contar com os fundos do BNDE; b) as empresas privadas domésticas, com os incentivos e isenções fiscais e o crédito subsidiado proveniente de bancos públicos (Banco do Brasil

⁶ Maiores informações da história do BNDES e sua importância no mercado financeiro, estão à disposição no capítulo 4.

e alguns bancos regionais e estaduais com carteira de fomento); e, c) as empresas estrangeiras, com empréstimos externos e investimento de risco lastreados em importações de bens de capital sem cobertura cambial.

Relativamente às outras razões de natureza econômica e institucional para a não participação dos bancos comerciais no modelo de crescimento do Plano de Metas há um relativo consenso em torno dos problemas subjacentes à escalada inflacionária combinada com os efeitos deletérios da Lei de Usura, que determinaram a persistente redução dos seus principais fundos, especialmente os depósitos a prazo.

A economia brasileira experimentou profundas transformações em sua base produtiva, a partir das quais o setor industrial passou a ser o seu centro mais dinâmico. O crescimento econômico se deu em todas as áreas, ensejando um elevado ritmo de crescimento do PIB – Produto Industrializado Brasileiro, associado a profundas mudanças na composição da demanda agregada, em especial no tocante a bens de investimento e de consumo duráveis. Essa grande expansão econômica se deu de forma dissociada e, até certo ponto, independente da estrutura do sistema financeiro vigente, especialmente do lado da formação de capital. Com isso, com exceção das agências oficiais de crédito (Banco do Brasil e o BNDE), o setor financeiro, no qual vinha predominado o sistema bancário comercial voltado para atender as funções de crédito tradicionais, teve uma participação muito aquém do desejado no padrão de financiamento do crescimento econômico verificado no período.

Diversas são as razões que podem ser consideradas para justificar essa estranhável dicotomia entre desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, como assinalado acima. Em primeiro lugar, se destacam as de ordem institucional e organizacional. O aparato regulador e supervisor do sistema era disperso e deficiente, e isso se explica em grande parte pela inexistência de uma estrutura unificada de autoridade monetária. Em segundo lugar, a incompatibilidade entre a Lei de Usura e os crescentes patamares de inflação, o que provocou sérios desvios da poupança e no comportamento e prioridades dos intermediários financeiros. Grande parte dos fundos que poderiam ser carreados para os investimentos produtivos, e mesmo para o financiamento do consumo, se desviou para aplicação em ativos reais e para o mercado paralelo. Por seu turno, os bancos comerciais procuravam aproveitar-se ao máximo do processo inflacionário. Para tanto, expandiram sua rede de agências, porém direcionaram

o grosso de suas atividades de intermediação para a captação de depósitos à vista, destinados ao financiamento de operações de curto prazo altamente lucrativas.

Em terceiro lugar, pelas características da estrutura financeira, deficientemente concentrada em operações de crédito. O mercado de capitais era praticamente inexistente como instrumento de financiamento de médio e longo prazo.

Pode-se concluir que, à luz da abordagem de Zysman, o período em análise foi marcado pela ausência de um sistema financeiro com estrutura bem definida, fosse baseada em crédito ou em mercado de capitais, que pudesse dar suporte a uma estratégia autônoma de industrialização (*state-led ou company-led growth*). O Estado procurou intervir na formulação e implementação da política industrial, inclusive criando ou regulamentando mecanismos financeiros de financiamento de médio e longo prazo (BNDES, 2004),

Pode-se afirmar que a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico foi bastante limitada no período citado, especialmente em se tratando do financiamento de posições em bens de capital. Seria de se esperar iniciativas capazes de propiciar a estabilidade da moeda, e uma expansão significativa dos mercados e das instituições financeiras, em resposta ao crescimento econômico. O fato não ocorreu por falta de uma estratégia global de política econômica, na qual se procurasse compatibilizar os interesses do setor produtivo e do setor financeiro, colocando-se o governo, como visto na abordagem de Zysman, na condição de elemento indutor e garantidor, em última instância, do processo de crescimentos numa trajetória de longo prazo.

3.2 MUDANÇAS ESTRUTURAIS E A NOVA ARQUITETURA DO SISTEMA DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA (1964-65)

Segundo Oliveira (1985) apud Paula (2007), as duas questões fundamentais de ordem econômico-financeira tiveram que ser enfrentadas logo no início do governo que assumira em 1964. A primeira residia em encontrar um meio de contornar o problema das crônicas taxas de juros reais negativas produzidas pela combinação perversa da Lei

de Usura⁷ com as altas taxas de inflação. A segunda tinha como escopo elaborar um novo arranjo para a macroestrutura financeira que propiciasse um adequado ordenamento do setor, compatível com as metas de combate à inflação e o retorno ao crescimento econômico preconizados pelo Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG)⁸.

Uma análise detalhada a respeito é feita por Martone (1973) apud Paula (2007), relativamente à questão da necessidade premente de os mercados financeiros recuperarem a sua capacidade de operar sob regime de juros reais, sem contudo, abolir formalmente a Lei de Usura. A solução residiu na adoção do mecanismo da correção monetária. Num primeiro momento, isso foi conseguido através da criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), através da Lei 4.357/64, as quais passaram a ser remuneradas com taxas de juros de 6% ao ano mais correção monetária correspondente à variação de preços calculada através do IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas.

Na visão do Governo Federal a implementação do PAEG, em sua estratégia de combate gradualista da inflação, a adoção paulatina e generalizada do instituto da correção monetária dos contratos permitiu solucionar o problema geral do cálculo econômico, uma vez que a tendência era o desaparecimento das distorções dos preços relativos. Assim, além de propiciar a criação das bases para o surgimento de novos títulos financeiros e conseqüente viabilização de importantes segmentos do mercado de capitais, a correção monetária ensejou a formulação de alternativas de financiamento não-inflacionário do déficit governamental, bem como o lançamento das bases de um amplo sistema de financiamento habitacional. Em suma, o mecanismo da correção monetária veio garantir a remuneração real das aplicações financeiras, aumentando dramaticamente o estoque de haveres financeiros não-monetários, indicador de uma forte mudança no perfil das fontes de financiamento do sistema econômico.

Relata Cintra (1998) a nova estrutura financeira, organizada sob o pressuposto de maior racionalidade e eficiência, estaria em condições de contribuir decisivamente

⁷ A Lei de Usura se refere ao Decreto 22.262/32, a qual limitava para o bancos a cobrarem 12% ao ano em seus empréstimos.

⁸ O PAEG contemplava três objetivos básicos retomada do ritmo acelerado de crescimento econômico; combate gradualista a inflação e criação do ritmo acelerado de crescimento econômico.

para a modernização da economia brasileira, na medida em que se assentasse numa sólida base capitalista.

A estrutura financeira segmentada institucionalizou-se com base num modelo híbrido, o qual deveria desempenhar funções características do sistema baseado em crédito e sistema baseado em mercado de capitais (Zysman, 1983), ainda que o primeiro fosse mais característico do processo histórico de evolução do sistema financeiro brasileiro.

O processo de reestruturação do sistema financeiro, que se deu sob a égide do PAEG entre os anos de 1964 a 1967, norteou-se pela concepção de que cada tipo de instituição deveria ter funções bem definidas. Nesse sentido, a partir das inovações criadas no bojo do novo marco institucional, o objetivo era adaptar o sistema financeiro brasileiro ao modelo norte americano, de modo a permitir que as instituições integrantes de seu corpo operativo se tornassem especializadas em cada tipo de atividade financeira. (CINTRA 1998).

As funções de gestão do sistema ficaram a cargo do Banco Central do Brasil, o qual teve porém, que compartilhar parte de sua autoridade com outras instituições oficiais (Banco do Brasil e Banco Nacional da Habitação). O novo sistema passou, a funcionar sob liderança de um conjunto de autoridades monetárias, tendo como principal gestor o CMN – Conselho Monetário Nacional, com características e objetivos que davam-lhe uma configuração não ortodoxa, capaz da gestão eficiente do ponto de vista da coordenação do processo de retomada da trajetória de crescimento econômico.

De acordo com Carvalho (1995) o Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão máximo do sistema financeiro nacional, foi criado para desempenhar as funções de órgão regulador, através de diretrizes e orientações de caráter mais geral, cujas decisões têm o poder de interferir no funcionamento de todos os mercados financeiros e em todos os setores da atividade econômica. Seu raio de ação abrange as esferas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e cambial, as quais procura harmonizar com os objetivos da política econômica global do governo. Ele funciona, assim, do ponto de vista institucional, como um verdadeiro conselho de política econômica.

O Banco Central do Brasil (Bacen) se tornou o órgão executivo do CMN, cabendo-lhe, além de específicas atribuições e competências previstas em lei, exercer as funções de gestor da política monetária e de regulação, supervisão e controle do sistema

financeiro. Ele funciona como órgão responsável pela execução da política monetária, como emissor exclusivo de moeda, como depositário das reservas bancárias e cambiais e de prestador de última instância. Adicionalmente, ainda lhe competiu, até 1986, promover a articulação entre as políticas monetária e fiscal e de administração de fundos e programas do Programa de Reparelhamento Econômico herdado da extinta SUMOC.

Atribui-se também ao Banco do Brasil, um amplo leque de funções, tanto como agente especial do Banco Central, como do Tesouro Nacional, particularmente como órgão responsável por pagamentos e recebimentos dentro e fora do país e concessão de avais, fianças e garantias em nome do governo. A sua caracterização como autoridade monetária se deu, até 1986, pelo canal da chamada conta movimento, através da qual ele criava moeda por força da realização de pagamentos por conta e ordem do governo, independentemente de consulta prévia ao Banco Central.

Assim, ao Banco do Brasil coube um papel privilegiado na sustentação no novo arranjo do sistema financeiro. Além da assistência creditícia à indústria e ao comércio interno e externo, o banco permaneceu como o principal agente de financiamento à agricultura e as todas atividades correlatas. Como agente nato do governo, ele continuou a desempenhar o seu histórico compromisso de antecipar receitas e realizar cobertura de déficits governamentais. As principais fontes de recursos do banco provêm de capitais de terceiros, estes concentrados em depósitos à vista, a prazo e de poupança, aos quais se somam expressiva massa de recursos de diversos fundos e programas oficiais, depósitos obrigatórios de entidades públicas diversas e recursos captados no exterior. Neste período (1951 a 1986), a instituição tinha acesso direto aos recursos do Banco central através da conta-movimento, o que lhe rendeu inúmeras críticas pelo descontrole inflacionário.

De acordo com Mishkin (2000) apud Paula (2007), em 1964 criou-se o Sistema Financeiro da Habitação - SFH, inspirado no modelo americano. O sistema criado no Brasil foi muito mais amplo e inovador. Primeiro, ao estabelecer, por lei, a sua regulação e controle por uma agência financeira pública, o Banco Nacional da Habitação (BNH), a quem coube inclusive exercer o papel de prestador de última instância no âmbito do sistema. Segundo, ao buscar fontes alternativas de financiamento fora das regras de mercado para se adicionarem à poupança voluntária, representada inicialmente pelas letras imobiliárias e, a partir de 1968, pelas cadernetas de poupança. O fluxo de

poupança compulsória em questão veio a se materializar em 1966, através da criação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, que entrou em vigência em 1967, sob a gestão do referido Banco Nacional da Habitação. Todos ativos e passivos do SFH se sujeitavam à correção monetária de acordo com o mesmo índice aplicado às ORTN. Em resumo, as principais instituições do sistema eram: a) o BNH, que exercia as funções de órgão central, com amplos poderes de regulação e supervisão; e, b) como agentes operadores as Caixas Econômicas, as Sociedades de Crédito Imobiliário e as Associações de Poupança e Empréstimo.

3.3 A NOVA ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS E O PAPEL RESERVADO PELO PAEG AOS BANCOS DE INVESTIMENTO

Outra iniciativa extremamente importante do ponto de vista da modernização proposta pelas Reformas foi a criação de um conjunto de instituições financeiras e auxiliares destinadas a dar suporte ao efetivo funcionamento do mercado de capitais. Nesse sentido, foram autorizados a funcionar os bancos de investimentos, as sociedades de investimento e os fundos mútuos de investimento, bem como um grupo de instituições tipicamente operadoras do mercado de capitais, integrado pelas corretoras de títulos e valores mobiliários, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e por agentes autônomos de investimento. Esse conjunto de instituições foi criado pela Lei 4.728/1965, conhecida como “Lei do Mercado de Capitais”, que autorizou também a aplicação da correção monetária nos depósitos a prazo fixo, bem como nas letras de câmbio e nos empréstimos. Ao mesmo tempo, procedeu-se à reorganização das bolsas de valores com o objetivo de adequá-las à crescente e diversificada demanda de negócios nos mercados secundários de ativos.

Nessa perspectiva relata Cintra (1994) papel especial foi reservado aos bancos de investimentos. Embora se tratassem de instituições que devessem se especializar em financiamento de médio e longo prazo, em particular ao setor de bens de capital, o modelo de banco de investimento adotado no Brasil procurou viabilizar sua participação, conforme já salientado, em ambos os segmentos do sistema financeiro. Nesse sentido, foram autorizados a operar como instituição de crédito e de mercado de capitais, cujo

funding deveria ser constituído por recursos próprios e de terceiros, estes captados no mercado doméstico e no exterior.

Para Brito e Paiva (1987), ao desempenhar as funções reservadas na estratégia de crescimento do PAEG, os bancos de investimentos poderiam atuar em amplas faixas do mercado financeiro tais como: financiamento de capital fixo e de giro (comercial e industrial), repasses de recursos internos e externos, organização de emissão e distribuição de títulos (operações *de underwriting*). Outras operações consistiam na custódia, formação e gerenciamento de carteiras de títulos públicos e privados (portfólios próprios e de terceiros), atividades de assessoria e consultoria empresarial, incluindo investidores institucionais, atuação nas bolsas de valores através de corretoras de títulos e valores mobiliários.

Na constituição dos fundos destinados a sustentar essa diversidade de operações, eles poderiam ter acesso a um amplo leque de recursos, por exemplo, depósitos a prazo fixo de no mínimo um ano, empréstimos de bancos comerciais (*stand-by credits*), repasses de fundos das agências oficiais de crédito (*BNDE, CEF, BNH*), recursos oficiais de fundos e programas do antigo Programa de Reparcelamento Econômico, captação de recursos externos via Resolução 63/1967, aceites cambiais, além naturalmente de recursos próprios. Surgiram então consórcios operados por bancos comerciais.

Em suma, à guisa de sumário sobre a nova estrutura financeira, pode-se afirmar que a reorganização posta em prática pelas Reformas de 1964/65 ensejou a criação de um sistema segmentado, baseado tanto em crédito como em mercado de capitais, com uma nítida preponderância do primeiro.

A estrutura de financiamento passou a contar, então, com quatro segmentos bem definidos (Goldenstein, 1994). Primeiro, aos bancos comerciais cabia o fornecimento de empréstimos de curto prazo às pessoas físicas e jurídicas, respectivamente na forma de crédito pessoal e suprimento de capital de giro empresarial. Segundo, às sociedades de crédito, financiamento e investimento se responsabilizariam pelo financiamento de bens de consumo duráveis e semi-duráveis. Terceiro, às entidades do Sistema Financeiro da Habitação, deveria se responsabilizar pelo financiamento da produção e aquisição de habitações e projetos correlatos. Por último, quanto ao segmento da demanda de bens de capital, caracteristicamente direcionado para o financiamento de médio e longo prazo,

reservou-se aos bancos de investimento as funções de intermediação e apoio técnico e financeiro em operações do mercado de crédito e de capitais.

Nesse segmento, cabe uma importante observação, o PAEG implicitamente sugeriu que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e seus congêneres regionais e estaduais deveriam atuar de forma complementar, de modo a não concorrerem com o sistema privado de financiamento liderado pelos bancos de investimento. Tratava-se, portanto, de se redirecionar a economia para o velho sistema capitalista, em que, essencialmente, os seus principais atores (bancos e empresas privadas) deveriam atuar de acordo com as regras do livre jogo de mercado e, portanto, com o mínimo de intervenção do governo.

3.3.1 Bancos de Investimento

As instituições de investimento concentraram suas funções no grande segmento do mercado de capitais, operando preponderantemente como instituições *underwriters*, podendo para isso captar depósitos a prazo, emitir bônus, etc, ficando proibidas, no entanto, de fazerem operações ativas na forma empréstimos e financiamentos.

Seguindo as mesmas características no Brasil, o sistema de bancos de investimento foi concebido com o objetivo mais amplo, qual seja o de criar condições para o financiamento de longo prazo às empresas atuantes na indústria de bens de capital. Nesse contexto, eles deveriam desempenhar o papel que antes eram reservado às agências oficiais de crédito, notadamente o BNDE e o Banco do Brasil. Todavia, essa concepção tinha que, num primeiro momento, ser adaptada às necessidades da conjuntura, caracterizada pelo excesso de capacidade em determinados setores da indústria de bens de consumo duráveis, para, somente numa segunda fase, voltar-se prioritariamente para a expansão dos investimentos de longo prazo. Essa segunda fase tinha a sua lógica, visto que seria necessário um interlúdio até que o marco institucional da Lei 4.728/65 pudesse começar a produzir seus efeitos no mercado de capitais.

No primeiro caso, eles não encontraram dificuldades para se posicionarem como intermediários financeiros, captando recursos a prazo, no mercado interno e externo, destinados ao financiamento do capital de giro empresarial. Esse era um objetivo considerado importante pelas autoridades, dada a necessidade de se aproveitar a

capacidade ociosa existente. Porém, nessa tarefa os bancos de investimento, em flagrante desvio de suas funções previstas nas Reformas de 1964-65, passaram a desempenhar também o papel que deveria ser exercido pelas financeiras. No segundo caso, porém, ficou patente a sua inaptidão para operarem como instituições financiadoras e/ou intermediárias de acordo com o modelo *finance/funding*. A consecução desse objetivo requereria que se tornassem operacionalmente capazes de, entre outras funções, dar suporte técnico e financeiro às empresas interessadas na abertura de capital, ou aquelas interessadas em fazer novas emissões de ações e/ou debêntures.

Caso se envolvessem com o desafio que as operações financiamento de longo prazo representavam, os bancos de investimento teriam que se esforçar para adquirir conhecimento técnico e informações específicas em torno das necessidades requeridas em termos de capital fixo e/ou de giro, indicando as alternativas mais viáveis, tanto do ponto de vista das empresas como das tendências e preferências do mercado investidor, interna e externamente. Adicionalmente, todas essas demandas exigiam dos bancos de investimento conhecimento e habilidades para identificar os rumos da política econômica, bem como as demandas setoriais e intersetoriais envolvendo perfis industriais, estruturas de concorrência, tecnologias, dentre outros. Ou seja, era necessária a identificação de características e potencialidades do mercado, bem como o uso de instrumentos de análise de risco e retorno esperado dos capitais investidos em ambiente de incerteza, considerando os específicos interesses dos demandantes e ofertantes de recursos.

Essas questões eram de fato importantes para os bancos de investimento, mas deveriam se subordinar, antes de tudo, aos seus próprios interesses, na qualidade de atores importantes para o pleno êxito das operações de financiamento. Nesse sentido, o ponto principal a considerar residia em se estabelecer um nível de relações com a empresa emissora de títulos, de tal sorte que o banco se sentisse estimulado a participar da sub-criação parcial ou total da emissão primária dos papéis, visando a sua posterior colocação nos mercados secundários (de bolsa ou de balcão). Esse deveria ser o papel central dos bancos de investimento, na medida em que se estaria assegurando aos demandantes de capital a certeza de contar com recursos compatíveis com a escala desejada de *funding* para o financiamento da expansão industrial. Para tal fim, tais instituições deveriam dispor de recursos próprios, ou estarem habilitados a captá-los nos

mercados monetário e/ou de capitais, interna ou externamente. Entretanto, o fato é que, por várias razões, os bancos de investimento não foram capazes de se desincumbir satisfatoriamente das importantes funções que lhes foram reservadas no programa de reformas do PAEG. Em especial as relativas ao financiamento industrial de longo prazo, na perspectiva de virem a liderar o processo de financiamento da formação de capital do setor privado.

Segundo a visão do PAEG, a real necessidade de se criar instituições privadas de financiamento de longo prazo, era complementar, e posteriormente até substituir as agências públicas de fomento. Os bancos de investimento não foram criados segundo os ditames de uma ordem natural de desenvolvimento do mercado financeiro, *à la company-led growth* (Zysman, 1983). Nesse sistema, as necessidades de financiamento foram se delineando em função dos grandes projetos de investimento no curso da primeira e da segunda revolução industrial, os quais foram convertidos em verdadeiros paradigmas no processo de desenvolvimento econômico.

Ao contrário, à luz da estratégia de curto e médio prazo, que era o horizonte característico do PAEG, a criação de bancos de investimento naquele momento era de certo modo desnecessária, ou pelo menos não era tão premente, e se deu mais para completar o ciclo de reestruturação do sistema financeiro, no qual o desenvolvimento do mercado de capitais era uma das questões centrais, porém visando muito mais corrigir as anomalias do “mercado paralelo”.

A sua inclusão na nova estrutura financeira era importante, mas como ressalta Cruz (1994) não era de fato prioritária, tendo em vista que a economia, mercê do dramático aumento de capacidade produtiva propiciado pelo Plano de Metas e da relativa estagnação associada às crises do início dos anos 60, passou a operar com crescente capacidade ociosa.

De fato, a grande prioridade de curto prazo do PAEG se concentrava na criação de mecanismos de financiamento ao consumo de bens duráveis e de financiamento de capital de giro empresarial, na recuperação das finanças públicas e na necessidade de se praticar o realismo tarifário. Nessas circunstâncias, tanto a formação bruta de capital fixo do setor privado como a do setor público prescindia do apoio financeiro interno de longo prazo, o que se reforçava pelo fato de as corporações multinacionais sempre serem autofinanciáveis ou complementarem seus recursos com empréstimos *inter-companies*.

Considerando-se, por outro lado, que o próprio foco do BNDE havia sido redirecionado para também financiar o setor privado, parece lógico afirmar-se que a criação dos bancos de investimento era importante e necessária, porém careceu de *timing*, tanto do ponto de vista da demanda como da oferta de fundos de longo prazo. Essa deveria ser uma iniciativa dos próprios banqueiros, de acordo com o paulatino desenvolvimento e amadurecimento das operações do mercado de capitais.

Do lado do ativo, além das operações de *underwriting* e de constituição de carteira própria de títulos, os bancos de investimento tiveram autorização legal para atuar na área bancária comercial, concedendo empréstimos de capital de giro dissociados de operações de empréstimos para capital fixo.

A falta de condições objetivas para a alavancagem dos investimentos de longo prazo numa perspectiva de *finance-funding*, ensejou o desvio de funções das duas mais importantes instituições do sistema financeiro, o que pode ser considerado como fator importante para explicar o fracasso da estratégia do PAEG de redirecionar as fontes de investimento de longo prazo para o sistema financeiro privado.

Em particular, os bancos de investimento se concentraram em atividades de crédito de curto e médio prazo, ao invés de esforçarem na mobilização e alocação da poupança financeira, no duplo papel de *finance e funding* no mercado de crédito e/ou de capitais. No caso deste último, a preferência nas relações de parceria recaiu preponderantemente em operações de *underwriting* do tipo *best-effort*, ou se limitou à condição de simples consultoria financeira.

Assim, o apoio financeiro destinado à formação de capital, tanto na agricultura como, e principalmente, na indústria, permaneceu basicamente restrito às agências oficiais de crédito. Ao BNDE, através da FINAME e de recursos específicos oriundos de diversos fundos e programas (BACEN, BB, CEF e BNH), e de fontes do exterior, coube o financiamento da indústria de bens de capital, notadamente máquinas e equipamentos e instalações industriais, e da indústria pesada, com destaque para os ramos de cimento, metalurgia, etc. Ao Banco do Brasil, através da sua carteira de crédito geral, o financiamento de máquinas e implementos agrícolas, à pequena e média empresa, e ao Banco Nacional da Habitação, em caráter mais específico, o financiamento de importantes segmentos da indústria de materiais de construção.

3.4 EVOLUÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO PERÍODO DE 1968 À 1979

O prolongado ciclo de concentração do sistema bancário comercial alcançou o seu ápice em 1975, quando, de acordo com dados do Banco Central, o número de bancos se reduziu para 106, e o número de filiais chegou a 8.544. Num primeiro momento, era necessário superar as rigidezes da Lei de Usura e buscar alternativas de lucros em ambiente de crescente inflação. Nesse intento, era imperativo descobrir mecanismos para se enfrentar a concorrência de novos e velhos parceiros no mercado, tais como as sociedades de crédito, financiamento e investimento e as instituições oficiais de crédito, em especial o Banco do Brasil e o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, cujas fontes de recursos públicos e privados, de médio e longo prazo, aumentaram significativamente na primeira metade dos anos 70.

Do ponto de vista das Reformas, esteve-se preocupado fundamentalmente com o papel que os bancos comerciais deveriam exercer no novo sistema financeiro. Como visto no capítulo anterior, os bancos comerciais foram confinados no segmento de crédito de curto prazo, destinado a atender essencialmente as empresas (capital de giro), as pessoas físicas (crédito pessoal) e, eventualmente, os entes governamentais, na forma de adiantamento por conta de receitas orçamentárias. Com efeito, os bancos comerciais ficaram muito limitados em suas atividades creditícias, não obstante o amplo leque de operações que poderiam realizar com um grande universo de clientes (CARVALHO, 1996).

A percepção das autoridades é que, com a redução das taxas de inflação, os bancos não poderiam continuar praticando altas taxas de juros efetivas em suas operações de empréstimo, e muito menos continuarem remunerando os depósitos à vista, ainda que com taxas de juros reais negativas. Ou seja, os *spreads* fatalmente teriam que ser ajustados de acordo as expectativas desinflacionárias, os quais, porém, fatalmente se tornariam insuficientes para suportar elevados custos médios de manutenção das respectivas unidades e, ainda, capitalizar adequadamente a instituição. E a Resolução CMN 184/71 permitiu que uma parcela do compulsório fosse utilizada em operações de participação acionária em empresas do setor produtivo. (Bouzan, 1973) apud Paula (2007).

Dessa forma, na perspectiva histórica, o processo de concentração bancária foi estimulado pelo esforço de conglomeração, resultando a construção de um sistema financeiro verticalizado, mas ao mesmo tempo especializado em diversas funções financeiras, algo parecido com o sistema de *holdings* financeiras americanas (REED & GILL, 1994) apud Paula (2007).

De acordo com o modelo adotado no Brasil, o grupo financeiro, normalmente constituído mediante processo de fusões ou incorporações, era composto por um banco comercial, na condição de *holding*, e por um banco de investimento, uma sociedade de crédito, financiamento e investimento, uma sociedade de crédito imobiliário e/ou uma associação de poupança e empréstimo e uma corretora e/ou distribuidora de títulos e valores mobiliários. Do ponto de vista microeconômico, assumia-se intuitivamente que esse modelo de conglomeração financeira poderia propiciar retornos crescentes de escala, através da redução de custos médios e maior especialização da mão-de-obra. Em consequência, a expectativa era de se conseguir maior eficiência global do sistema bancário, resultando em contribuição mais efetiva para a política antiinflacionária.

Outro elemento importante refere-se ao fato de a legislação haver restringido a própria capacidade creditícia dos bancos comerciais, os quais, como compensação, foram induzidos pelo governo a promoverem inicialmente a concentração vertical, e, em seguida, avançarem em suas posições em *market-share* através da conglomeração. O alcance desse duplo objetivo permitiu a conquista de crescente poder de mercado dos grupos financeiros liderados pelos bancos comerciais. Com isto, essas instituições reconquistaram praticamente o direito de atuar em todos os segmentos de intermediação financeira, através de comando matricial hierarquicamente bem definido, na forma de *holding* corporativa que posteriormente, veio a ser consolidada sob o sistema de banco universal.

Era imperativo, segundo os estudos desenvolvidos por órgãos do governo, que se definissem mecanismos capazes de induzir o fortalecimento das empresas privadas nacionais, reconhecidamente o elo mais fraco do tripé, através de mecanismos de participação, fusão e incorporação, a fim de que pudessem ganhar escala, eficiência e poder de competição.

Argumentou-se que as empresas privadas nacionais, especialmente as de médio e grande porte, se desenvolveram em grupos familiares fechados, alheias portanto, à

necessidade de algum tipo de articulação mais íntima com os bancos, muitas delas ao contrário, preferindo se sustentar preponderantemente em mecanismos de autofinanciamento. Portanto, esse comportamento empresarial historicamente definido e fortemente sedimentado dificilmente seria susceptível a algum tipo de rearranjo patrocinado pelo governo destinado a colher as *benesses* de uma eventual parceria com os banqueiros, ainda que sob a proposta tentadora de variados incentivos governamentais, cujos resultados, contudo, poderiam não se concretizar se avaliados na perspectiva de longo prazo (CARVALHO, 1996).

Embora existissem outros argumentos, de conotação mais específica, poder-se-ia aduzir algumas considerações que estariam em sintonia com a argumentação do II PND. Por exemplo, considerando o arcabouço analítico zysmaniano, seria lógico e desejável, do ponto de vista de uma política de desenvolvimento industrial, engendrar-se uma estratégia de mudanças no comportamento empresarial, tanto do setor produtivo privado como no setor financeiro, na busca da construção de um modelo de integração banco-empresa, no estilo adotado em outros países altamente industrializados, tais como o Japão, França e Alemanha. Mas, isso requereria uma atuação mais firme e ordenada do Estado, no sentido da montagem e sustentação de uma estratégia na qual fossem definidos os objetivos e os instrumentos de ação e, além disso, quais os setores a serem priorizados e fortalecidos visando a busca de eficiência e competitividade em escala internacional. O tripé dos anos 50 deveria então ser desmontado, procurando-se, numa primeira fase, aglutinar os interesses das empresas privadas nacionais, das estatais e dos conglomerados financeiros privados nacionais, cuja consolidação redundaria na formação de conglomerados financeiro-industriais, como proposto pelo II PND.

Na prática, a formação de conglomerados ou de meras participações societárias era definida pelas autoridades monetárias, que baseavam suas decisões nas diretrizes da Lei da Reforma Bancária (4.595/95) e legislação complementar. Com efeito, as participações de capital com recursos próprios teriam que se ater às normas e limites estabelecidos pelo Banco Central, o qual somente autorizava a participação de bancos comerciais e de investimento no capital de outras empresas desde que suas atividades fossem correlacionadas de algum modo com as respectivas demandas de bens e serviços. Por exemplo: (a) em setores de prestação de serviços técnico-profissionais, transporte, gráfico, computação, etc, além daqueles em que atuavam em áreas incentivadas

(SUDENE e SUDAM); (b) em setores considerados estratégicos pelo governo, tais como pesca, turismo, reflorestamento, armazéns gerais e silos, agropecuária, comércio de exportação; e, (c) outros casos em que era permitida a participação, tais como os ramos da química, petroquímica e alimentos (OLIVEIRA, 1980, p. 312).

3.4.1 O marco regulatório advento da CVM e a Lei das Sociedades Anônimas

A criação da CVM e a Lei das S.A. (6.404/76) representou, sem dúvida, um significativo esforço no sentido de adaptar e aperfeiçoar o aparato regulatório implantado em 1965. Todavia, tal veio a se concretizar somente onze anos depois e, portanto, com um grande atraso.

Até o início da década de 70, cerca de 60% dos investimentos no mercado de capitais eram preponderantemente realizados por pessoas físicas. Essa participação se reduziu consideravelmente a partir do *crash* que se seguiu ao estouro de 1971. Desde então, os investidores pessoa jurídica tornaram-se predominantes no mercado, e dada a sua capacidade de mobilização de diferentes fluxos de poupança, passaram a desempenhar importância crescente no processo de abertura do capital das corporações e, por via de consequência, do financiamento de projetos de investimento de longo prazo (PAULA, 2007).

3.4.2 O financiamento da dívida pública e a preferência pela liquidez

A partir de 1969, com o aperfeiçoamento dos mecanismos de *open market* e, mais especificamente, com a criação do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) e das Letras do Tesouro Nacional, acrescentou-se outro importante nicho de negócios da firma bancária: a co-participação na gestão da dívida pública em parceria com o Banco Central (Ferreira, 1974; Barros, 1975; Fendt, 1977).

Nesse contexto, com o desenvolvimento das operações de mercado aberto e, em particular, a criação do mecanismo de operações compromissadas, os conglomerados liderados pelos bancos comerciais, passaram a atuar intensamente nos canais de gestão monetária e da dívida pública, convertendo-se nos mais importantes agentes

financiadores do governo e nos principais responsáveis pelas condições de liquidez do mercado monetário e de títulos em geral.

É compreensível, que num ambiente financeiramente permissivo, os bancos procurassem, seguindo a lógica da firma bancária keynesiana, potencializar seus lucros numa escala de relativamente alta preferência pela liquidez. Era a possibilidade de multiplicação dos lucros sem a migração da moeda da circulação financeira para a esfera produtiva, na qual as reservas líquidas dos agentes em geral se tornaram movimentáveis em círculos concêntricos em contínua expansão (TAVARES e BELLUZZO, 1998).

Nessas circunstâncias, em que a ascensão inflacionária ainda se achava sob controle, a dominância da finança especulativa nas atividades dos bancos, caracteristicamente mais intensiva em operações com títulos do que em crédito, seguia uma lógica especial segundo a qual tornou-se possível sustentar o processo de acumulação em clima de prudência especulativa.

Apesar de os conglomerados financeiros privados haverem adquirido escala para o desempenho de atividades de financiamento de longo prazo, suas ações permaneceram deliberadamente restritas aos empréstimos para capital de giro empresarial e bens de consumo. Um dos fatores determinantes desse comportamento residiu, no aprofundamento da estratégia de financiamento do déficit público através do mercado de capitais. Com efeito, a partir de 1970, quando se amplia o mercado de títulos públicos, através da criação das Letras do Tesouro Nacional, abrem-se imensas possibilidades de intermediação financeira direcionada para a compra e venda de reserva no *open market*. Os negócios com esses papéis se tornaram crescentemente atrativos para os bancos, em face da sua alta rentabilidade e liquidez, os quais serviam de lastro tanto para as operações de financiamento do Tesouro, como para as operações destinadas a dar liquidez ao mercado monetário (TAVARES e BELLUZZO, 1998).

Principalmente, por circunstâncias mesmas da forma de operar do sistema bancário, o qual via nas demandas de crédito para capital de giro e de bens de consumo e nas crescentes necessidades de financiamento do déficit público as alternativas mais atraentes do ponto de vista de risco lucratividade. Nessas circunstâncias, malgrado os claros incentivos explicitados na estratégia do governo como proposta de mudança do padrão de financiamento industrial, não havia, na perspectiva dos banqueiros, razões novas para que, sob a estrita observância das “regras do jogo”, isto é, plena liberdade de

iniciativa na condução dos negócios, fossem mudadas as suas concepções sobre políticas financeiras a que estavam historicamente habituados.

As políticas macroeconômicas de estabilização interna e externa passaram a ter no mercado monetário o seu *locus* preferido de ajuste, a partir do momento em que ele se caracteriza predominantemente pelas operações de curto e curtíssimo prazo desenvolvidas nos mercados primário e secundário de títulos federais, sob a liderança do Banco Central em parceria com os “*dealers* credenciados”. Nesse contexto, no qual se destacam grandes conglomerados financeiros liderados pelos bancos comerciais, o lançamento das Letras do Tesouro Nacional e o posterior desenvolvimento das operações compromissadas lastreadas nas taxas de financiamento *overnight* foram um fator crucialmente indutor do processo de crescente endividamento interno e externo do setor público, e do início da prática de finança *Ponzi* por parte do Estado no curso do II PND.

Segundo Carvalho (1998) tornou-se especialmente fácil para o Tesouro se financiar através de emissões primárias e, de outro, permitiu-se à autoridade monetária esterilizar a moeda doméstica em contrapartida ao influxo de divisas para financiar o balanço de pagamentos, a fim de evitar a expansão indesejada no nível de liquidez da economia e a sua projeção sobre o nível de preços. Como a inflação tinha outras causas que não somente as de origem quantitativas, ela continuou a subir, induzindo o aumento do grau de volatilidade das expectativas e amplificando as incertezas em torno das políticas macroeconômicas de estabilização e ajuste das contas externas.

Como resultado, exacerbou-se a aversão ao risco dos agentes em geral, e dos banqueiros em particular, que passaram a exigir prêmios embutidos nas taxas de juros cada vez maiores para financiarem o crescente estoque da dívida do governo. Em consequência era cada vez menor grau de confiança no estado das expectativas de longo prazo e do privados de assumir riscos em operações de financiamento de investimentos produtivos, mesmo em se tratando de fornecimento de capital de giro industrial. A interface desse processo foi a preferência revelada por grandes conglomerados financeiros privados e por grandes empresas por ativos lucrativos de alta liquidez, oferecidos em escala crescente pelos títulos públicos federais negociados na circulação financeira.

3.5 CRISE ECONÔMICA E O COMPORTAMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO NO PERÍODO DE ESTAGNAÇÃO E ALTA INFLAÇÃO

Para Corrêa e Almeida Filho, (2001) apud Paula (2007), foi frustrada a prefixação da correção monetária e cambial em 1980, o que ensejou profunda desconfiança quanto à manutenção das “regras do jogo”. A dívida externa do setor privado (bancos e empresas) foi praticamente encampada pelo Estado, tendo em vista, a permissão para se fazer o depósito antecipado em moeda nacional do contra valor da dívida em dólar, via mecanismos legais criados pelas autoridades monetárias. Esse fenômeno se torna recorrente, pois a economia dá sinais, a partir de 1981, de incapacidade de recuperação do nível de atividade, comprovada pelo início de forte queda nos índices de produção industrial (TEIXEIRA, 2000, p. 130).

O ciclo recessivo que se estabelece a partir do estrangulamento externo tinha por características o contingenciamento do crédito, a manutenção de altas taxas de juros e da elevação da relação câmbio/salários. O objetivo dessas medidas recessionistas era, em essência, conter a absorção interna e aumentar as exportações, estas favorecidas, muito compreensivelmente, pelas políticas de crescentes incentivos fiscais e creditícios. Assim, diante de expectativas crescentemente desfavoráveis quanto às possibilidades de expansão dos investimentos na FBCF, e mesmo quanto à manutenção dos níveis de produção, as grandes empresas preferiram zerar sua exposição em dólar.

Salienta ainda Teixeira (2000) que era conveniente também evitar riscos cambiais anormalmente imprevistos, ainda que por conta disso muitas delas se obrigassem a assumir passivos em moeda doméstica a juros elevados, porém com riscos relativamente menos onerosos, cujos encargos eram susceptíveis de mais facilmente serem repassados via sistema de preços. Quanto às pequenas e médias empresas, estas estiveram sempre sujeitas às restrições de crédito impostas pelo sistema bancário, tanto quanto do ponto de vista de volume, como de prazos, juros e garantias, de modo que a recessão veio apenas acrescentar mais um grau de dificuldade à estratégia de manutenção de seus níveis de produção.

No final dos anos 70 e início dos anos 80 a *economia* brasileira, agregativamente considerada, dá sinais de fragilidade financeira, na qual a postura *speculative financing* tende a ser substituída pela postura *Ponzi financing*. Com efeito, internamente, a

tendência do crédito ao setor privado foi de se restringir e se tornar mais seletivo, mediante a prática de taxas de juros mais elevadas e aumento das redes de segurança, não só para se evitar desmedida exposição ao risco, como também para se satisfazer o crescente aumento da preferência da liquidez (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2001).

O período em análise foi caracterizado por forte conjuntura recessiva e inflacionária, o que não impediu que importantes segmentos do setor privado (empresas e famílias) se tornassem fortemente superavitários. Esse fato teve relação direta com o agravamento contínuo do déficit do governo, refletido no aprofundamento da sua estrutura *Ponzi financing*, e com o aumento da fragilidade financeira das pequenas e médias empresas, que foram obrigadas a abandonar a sua tradicional postura *speculative financing*.

No caso da economia brasileira, a recessão não foi, como salientado acima, acompanhada de deflação de preços e ativos, mas de elevação dos patamares inflacionários, cujas fontes de propagação e alimentação residiram fundamentalmente na forma escolhida pelo governo (autoridades monetárias e Tesouro) para evitar a fragilização e instabilidade financeira do setor privado, especialmente dos grandes conglomerados financeiros e das empresas nacionais e estrangeiras. Na verdade, a partir do momento em que o Tesouro e o Banco Central decidiram, como visto acima, estatizar o risco da dívida externa, tal sinalizou a sua disposição de assumir o ônus do ajuste interno e externo da economia brasileira. Adicionalmente, o governo resolveu institucionalizar o mecanismo denominado “Acordos de Recompra” lastreado em títulos públicos federais, através do qual garantia as condições de liquidez e acumulação de capital na órbita financeira e em importantes segmentos da circulação industrial.

Assim, o fenômeno da preferência pela liquidez passou a ser sustentado pela moeda indexada e, como tal, se converteria no mecanismo de defesa do sistema financeiro e de amplos segmentos do setor produtivo. Na realidade, a moeda/título podia ser considerada como excelente alternativa de emprego de capital, visto que as suas expectativas de retorno, além do prêmio pela liquidez, se confirmavam plenamente, gerando polpudos ganhos para as instituições financeiras, em geral, e para amplos segmentos empresariais. Em ambos os casos, o retorno de tais ativos se traduzia em volumosas receitas extra-operacionais registradas nos balanços, isto é, em fluxos significativos de acumulação de capital na órbita financeira.

De acordo com Teixeira (2000), as grandes, e mesmo as médias empresas, são obrigadas a manterem, ou até reduzirem, os seus níveis de produção, os quais passam a ser auto financiados em escala crescente. As operações de empréstimos ou de descontos de títulos, geralmente concedidos em prazos curtos e de forma muito seletiva, se tornam praticamente as únicas alternativas que restam ao segmento empresarial do setor produtivo, com exceção dos recursos de repasse e de algumas linhas especiais de crédito fornecidas pelas instituições financeiras oficiais.

Isso induziu o setor bancário a desenvolver novas formas de diversificação e gerenciamento de ativos e passivos. Dada a conjuntura altamente inflacionária, era natural que a participação dos depósitos à vista no estoque de recursos dos bancos comerciais se reduzisse consideravelmente.

Por seu turno, as operações do sistema financeiro da habitação foram as únicas que mantiveram suas condições normais de operação, ainda que severamente contingenciadas em alguns períodos, em razão da queda na captação da poupança voluntária (depósitos em caderneta) e compulsória (FGTS). Em períodos de retração da demanda imobiliária, o Banco Nacional da Habitação, no cumprimento de suas funções de regulador e prestador de última instância no âmbito do sistema, procurava atuar de forma anti-cíclica, a fim de reverter a tendência à fragilidade financeira do SFH/SBPE, que se manifestava fortemente nessas ocasiões.

Na tentativa de corrigir o crescente desestímulo às aplicações no mercado de títulos privados, especialmente no tocante ao mercado primário de ações e debêntures, foi criada, em 1982, a BNDESPAR, a qual, na condição de subsidiária do BNDES, agrupou as operações resultantes da extinção de suas três outras subsidiárias; FIBASE, EMBRAMEC e IBRASA.

Para Carvalho (1998) o objetivo da nova subsidiária era tentar revitalizar o mercado de capitais, através da aquisição minoritária de papéis, visando capitalizar as empresas nacionais e fomentar o mercado primário de ações. Todavia, os resultados dessa iniciativa não corresponderam às expectativas do governo, pelo menos na extensão que se esperava, em face de várias razões importantes, dentre as quais citam-se: (a) a desmotivação para novos investimentos produtivos, em face das incertezas geradas pela incapacidade da política macroeconômica de conter o agravamento das tensões

inflacionárias; (b) o agravamento do desajuste nas contas fiscais; e, (c) a forte concorrência dos títulos públicos em geral.

Embora existissem claras diferenças em termos de idéias e objetivos, havia um certo consenso entre os especialistas de que era imperativa a adoção de reformas no sentido de se reorientá-lo, com vistas a poder cumprir suas funções no contexto de um novo padrão de financiamento, através do fortalecimento do mercado de crédito e de capitais e do uso mais racional dos fundos de poupança voluntária e compulsória.

3.6 O COMBATE À INFLAÇÃO E A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO - 1985 A 1989

A partir do final de 1985, com a substituição da equipe econômica, o governo adota rumos inteiramente diversos na estratégia de políticas de combate ao déficit público e à inflação, cujo patamar já superava a casa dos 200%. Tal estratégia consistiu em baixar a taxa de juros, com vistas, em simultâneo, a reduzir o custo financeiro de rolagem da dívida pública e do custo de capital das empresas, com o duplo objetivo de atenuar a escalada de preços e pelo menos sustentar a taxa de crescimento lograda em 1985. Esse ano foi palco também de séria crise bancária, cujos fatores determinantes tinham suas raízes na política econômica do governo anterior.

Do ponto de vista da política financeira, o governo adotou várias medidas visando ajustar o sistema bancário à nova estratégia de política econômica, tal como um aumento significativo de impostos sobre as aplicações financeiras na tentativa de induzir o alongamento de seus prazos.

O relativo sucesso do Plano Cruzado em seus primeiros seis meses mostrou que era possível debelar a inflação ou reduzi-la rapidamente para patamares inferiores a dois dígitos. Apesar do seu insucesso, é oportuno destacar alguns dos seus aspectos mais importantes: (a) o congelamento de preços e da taxa de câmbio permitiu a desindexação de todos os contratos nas esferas produtiva e financeira, com a única e importante exceção dos depósitos em caderneta de poupança; (b) a eliminação quase por completo dos ganhos originários da “ciranda financeira” fez com que os retornos esperados das aplicações em títulos passassem a depender da formação de expectativas quanto ao comportamento das taxas futuras de juros, como acontece em qualquer economia em que

a moeda desempenha plenamente todas as suas funções; (c) em face da rápida estabilidade monetária, foi possível alongar de imediato as aplicações em títulos públicos e privados, permitindo, a um só tempo, aliviar os encargos da dívida pública e reconstituir e ampliar as condições de finance e funding nos mercados de crédito e de capitais; e, (d) por último, tendo em vista a dramática redução das taxas de juros na circulação financeira, considerável parcela da poupança se viu compelida a migrar para a esfera produtiva, possibilitando sustentar um forte crescimento das operações de crédito, tanto para consumo, como para investimentos produtivos no segmento das pequenas e médias empresas. É oportuno ressaltar que, como resultado da rápida expansão creditícia, a atividade econômica se reativou abruptamente, ainda que persistissem sérios conflitos no interior dos aparelhos produtivo e de distribuição, o que viria a ser a causa para que o Plano Cruzado se tornasse apenas uma fugaz experiência heterodoxa de combate à inflação.

Em termos de política financeira do Plano Cruzado, mais especificamente, o governo tomou as seguintes medidas. Em primeiro lugar, a extinção da conta-movimento e, em simultâneo, a transferência da administração dos fundos e programas do Banco Central para o Banco do Brasil e para o Tesouro Nacional, significando que finalmente passou a existir no país uma única instituição responsável pelas clássicas funções de autoridade monetária. Isto é, o Banco Central passou a exercer plenos poderes de gestão da política monetária, através dos seus vários instrumentos e, ao mesmo tempo, que se desvinculava da função de agente do governo para a política fiscal. Em segundo lugar, a extinção do Banco Nacional da Habitação, que exercia as funções de banco central do Sistema Financeiro da Habitação. Com relação a essa segunda medida, convém destacar que um de seus objetivos consistia em concentrar na autoridade monetária o papel de supervisão e regulação de um importante segmento do sistema financeiro. Nessa perspectiva, esperava-se neutralizar uma fonte potencial de risco sistêmico, pelo graves desequilíbrios que poderiam ser produzidos em decorrência do descasamento de ativos e passivos da Caixa Econômica Federal, principal agente do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e tomador de recursos do BNH.

Convém destacar, a propósito dessa segunda medida, que, não obstante poder se considerar como acertada a extinção do Banco Nacional da Habitação do ponto de vista da autoridade monetária, o governo acabou por esfacelar irreversivelmente um dos mais

importantes mecanismos de financiamento do crescimento de médio e longo prazo. Essa avaliação se torna tão mais verdadeira pelo fato de se haver pulverizado as políticas e estratégias que sustentaram o Sistema Financeiro da Habitação por mais de 20 anos, colocando-as sob a responsabilidade de setores do Banco Central e da Caixa Econômica Federal, os quais, entretanto, não dispunham de expertise suficiente para a análise e tomada de decisões necessárias à reorientação dos objetivos e forma de atuação desse importante setor da economia. Com efeito, com a extinção do Banco Nacional da Habitação, a quem cabia, além das funções de planejamento, as de regulação, supervisão e prestador de última instância típicas de um banco central, desapareceu por completo a memória funcional e informacional do sistema, no qual se assentavam as políticas de habitação e saneamento básico do governo.

Não obstante o curto período e estabilidade da moeda proporcionada pelo Plano Cruzado, foi possível conceber uma série de propostas importantes no âmbito do mercado financeiro, tanto do ponto de vista da sua liquidez como da ampliação das possibilidades de financiamento de longo prazo. Nesse sentido, uma das inovações financeiras mais importantes colocadas em prática foi a criação do mercado interbancário destinado a regular a demanda e oferta de reservas no interior do próprio sistema bancário. A intenção era reduzir a pressão dos bancos sobre a autoridade monetária, com vista à zeragem diária de suas posições no open market e, com isso, evitar oscilações bruscas nas taxas de juros nos segmentos do mercado livre.

Tradicionalmente, o interbancário corresponde a um mercado de reservas, no qual os doadores e tomadores de recursos lastreiam suas operações através da simples emissão de certificados de depósitos interbancários (CDI). A sua remuneração corresponde a taxa de juros livremente ajustada, de acordo com as condições de oferta e demanda de liquidez, a qual pode ser repactuada nas operações de longo prazo, em analogia com o sistema da Libor praticada nos mercados de euromonedas. Assim, no caso do Brasil, uma vez alcançada a efetiva estabilidade monetária, como se supunha, o interbancário poderia não só servir de canal para estabilizar as reservas no sistema financeiro, como também prover recursos de médio e longo prazo (finance e funding) para financiamento de posições em bens de capital.

Outro importante vetor de política financeira concebida no mesmo período, sob inspiração da “utopia possível” no campo da estabilizada monetária, consistiu na

formulação e discussão de projetos destinados à reforma da estrutura financeira, sempre perseguindo o objetivo de disciplinar e reorientar o crédito bancário.

As sugestões que poderiam contribuir, segundo seus autores, para o aperfeiçoamento do projeto governamental, se alinham nos seguintes pontos; a) desregulamentação do sistema financeiro; b) liberdade para indexação de contratos; c) restabelecimento do conceito de especialização de funções e segmentação financeira, tal como concebido e para os fins previstos na reforma bancária de 1964 à 1965; d) eliminação da reserva de mercado (poder de monopólio), através da redução do preço das cartas patentes pelo BACEN, com vistas a torná-las mais acessíveis aos novos concorrentes no mercado financeiro; e) criação de bancos regionais; f) redução do “*crowding-out*” de títulos públicos através do “*pulling in*” de títulos privados; g) criação de companhias de participação, com funções de captação e alocação de recursos para atendimento das necessidades das pequenas e médias empresas; e, h) incentivo às inovações financeiras em produtos e serviços, *commercial papers* e empresas de *factoring*. A intenção dos *policy-makers* era que essas sugestões fossem submetidas a uma prévia e ampla discussão entre os principais atores envolvidos (empresas, banqueiros e agentes do governo), a fim de que, presumia-se, as decisões pudessem ser tomadas a partir de razoável consenso em torno das questões mais essenciais, o que certamente facilitaria a sua aprovação pelo Congresso e a sua posterior implementação (TEIXEIRA, 2001).

Dessa forma, pensando-se numa moldura institucional que talvez se possa avaliar como muito próxima da vertente zysmaniana, o objetivo das mudanças propostas no âmbito do Plano Cruzado seria rearranjar o sistema financeiro de modo que ele viesse a assumir as múltiplas funções nos mercados de crédito e de capitais, cujo processo deveria, porém, ser adaptado à realidade econômica e cultural do país. Tais arranjos, portanto, deveriam combinar aspectos do sistema de bancos segmentados americanos - regras de mercado e especialização - e do sistema de bancos universais alemães - regras de mercado e bancos de múltiplas funções (Zysman, 1983; Carvalho, 1995/6; Studart, 1995).

Em síntese, a proposta incorporada neste projeto de reforma financeira se concentrava em três eixos fundamentais (Teixeira e Costa, 1986, p. 192-5). Primeiro, os grandes conglomerados financeiros privados seriam transformados em bancos múltiplos,

aos quais caberia preponderantemente o financiamento de projetos, a médio e longo prazo, nos setores de infra-estrutura, industrial, agrícola e habitação, via mercado de crédito e/ou de capitais. Isso implicaria substituir as *holdings* financeiras privadas, compostas por diversas instituições financeiras interdependentes, por grandes bancos de múltiplas de funções, no interior dos quais os recursos poderiam ser livremente transacionados, de modo a permitir o gerenciamento flexível de ativos e passivos, bem como facilitar inovações financeiras em termos de captação de recursos. Esse seria, grosso modo, o modelo alemão inserido na estrutura do sistema financeiro brasileiro.

A preocupação das autoridades no tocante ao setor bancário consistia em organizar um novo arranjo para o sistema financeiro, talvez inspirado na abordagem de Zysman (1983), através do qual fosse possível construir bases sólidas de financiamento das estratégias de crescimento econômico de longo prazo, tornando-a menos dependente tanto do capital externo como dos mecanismos internos de financiamento inflacionário. Evidentemente, esse projeto contrariava uma variedade de importantes interesses, localizados tanto no setor público como no setor privado não-financeiro, mas especialmente os de grandes banqueiros, que provavelmente viam nele um aumento da ingerência do Estado quanto à forma de condução dos negócios privados. Com efeito, se tal proposta lograsse êxito, estaria violando gravemente o princípio da livre iniciativa, o que implicaria tolher a ampla margem de liberdade nas escolhas e tomada de decisões.

Mais especificamente, em contraponto as essas propostas heterodoxas de mudanças no sistema financeiro, conforme destacam Teixeira e Costa (2001) apud Paula (2007), os banqueiros argumentaram não fazer muito sentido a criação de bancos regionais visando atender o crédito corrente, pois, segundo eles, os grandes fluxos de operações ativas e passivas se concentravam nos grandes centros financeiros, particularmente no eixo São Paulo/Rio de Janeiro/Belo Horizonte. Não haveria vantagens, nessa linha de argumentação, em se restabelecer o modelo da integração local das atividades financeiras e produtivas, pois certamente se perderia escala e eficiência, com grande pulverização de agências e significativos aumentos de custos operacionais. Por último, com relação à proposta da extinção das cartas patentes, as críticas se basearam no fato de que haveria consideráveis perdas patrimoniais. Mas, o receio maior residiria no fato de que a eliminação de tal mecanismo implicaria em acabar com as

barreiras de entrada no sistema e, portanto, reduzindo o poder de mercado cartorialmente estabelecido desde as Reformas de 1964-65.

Na visão Ibid, diante da forte reação dos “lobbies dos banqueiros” às idéias colocadas em discussões preliminares pelos setores do governo não puderam avançar, “(...) a não ser no tocante à criação de bancos regionais, limitada, porém, ao Estado de São Paulo”.

Ressalta Ibid, a importância e amplitude das proposições incorporadas no projeto, não seria absurdo imaginar-se uma conspiração tácita por parte dos principais líderes do setor bancário-industrial, no sentido de tolher os avanços que se poderia obter com a estabilidade de preços. Certamente, outros fatores tiveram peso decisivo no malogro do plano de estabilização, tais como os aspectos psicológicos associados à ampla cultura inflacionária que se apossou do conjunto da sociedade. Mais objetivamente, a sensação, por parte dos agentes formadores de preços, da perda de amplas fontes de ganhos inflacionários e, ainda, a sucessão de erros na condução da política econômica pós-Cruzado.

Vale salientar que parece que os principais agentes do sistema econômico não se achavam preparados para um rápido processo de desinflação, especialmente quanto à forma como foi urdido e implementado, ainda que tivessem clara consciência dos seus efeitos no campo estrito de seus interesses diretos e imediatos. Perdeu-se, desse modo, mais uma oportunidade ímpar de modificação do *status quo*, visando reequacionar a velha ordem imperante na estrutura financeira, por conta da míope visão do conjunto das mais importantes lideranças de empresários e banqueiros. Esses atores não foram capazes de perceber que as mudanças e inovações que se desejava perpetrar no sistema financeiro visavam, em essência, criar mecanismos destinados a garantir o aumento consistente da capacidade produtiva da economia, condição básica para a sustentação do processo de acumulação de capital e o próprio desenvolvimento do sistema financeiro.

Segundo Teixeira (2001) o modelo da reforma bancária de 1988, levado a cabo através da Resolução 1524 do Conselho Monetário Nacional, tinha como objetivo central dar maior racionalidade e transparência no processo de gestão dos conglomerados financeiros, envolvendo tanto os interesses do Banco Central, em suas funções de regulador e supervisor, como e, principalmente, dos próprios acionistas controladores e seus representantes nas diferentes esferas de governança. Nesse sentido, o modelo de

reforma consistia em: a) reduzir custos operacionais, através da unificação administrativa; b) facilitar a tarefa de supervisão, fiscalização e controle através da padronização de procedimentos contábeis e operacionais (*accountability*) por parte do Banco Central; c) flexibilizar e simplificar a política de captação de recursos, a fim de permitir, sempre que possível, a desvinculação de operações ativas e passivas; d) facilitar internamente a solução de eventuais problemas de liquidez; e) por último, ganhar economias de escala e escopo.

Em suma, o caráter inovador da reforma de 1988 se resumiu em dar maior racionalidade funcional ao sistema financeiro, com vistas a garantir a sua continuidade no *status quo*, num modelo de acumulação caracteristicamente *company-led growth*. Não houve, como destacam Corrêa e Almeida Filho (1996), nenhuma alteração de substância nos rumos e na forma de atuação das instituições financeiras nas operações dos mercados de crédito e de capitais. Do ponto do sistema financeiro, o que a reforma permitiu foi propiciar aos bancos ganhos em termos de maior agilidade e flexibilidade no gerenciamento de ambos os lados de seus balanços. Com efeito, apesar dos temores da autoridade monetária em face da instabilidade macroeconômica, a política de manutenção das altas taxas de juros aliadas aos mecanismos de zeragem, tornavam as operações no mercado aberto cada vez mais atrativas do ponto de vista do trinômio rentabilidade, segurança e liquidez.

3.7 A ATUAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO DURANTE O PLANO COLLOR

Para Nakano (1990) os objetivos da política econômica do início dos anos 90 continuaram centrados no combate à inflação, cujo ritmo ascendente havia destruído quase que completamente as funções básicas do padrão monetário.

Esse quadro de instabilidade levou as autoridades econômicas a implementar em Março de 1990, através do chamado Plano Collor, mais um choque de estabilização de natureza ortodoxa e heterodoxa, envolvendo medidas de cunho fiscal, monetário e cambial, inclusive com congelamento de preços e alteração do padrão monetário (Nakano, 1990; Zottmann, 1990; Longo, 1990) apud Paula (2007).

Devido a gravidade dessa situação, o plano antiinflacionário consistia em mais um tratamento de choque, envolvendo medidas ortodoxas e heterodoxas. O objetivo do

governo era “matar a inflação com um único tiro”, através de diferentes medidas de política, algumas pragmáticas, outras extremamente radicais. Todavia, essa estratégia se converteu rapidamente num malogro, pois, não obstante o congelamento de preços, a inflação e os juros se recompuseram rapidamente em elevados patamares.

Além das políticas de combate à inflação, o governo Collor implementou outras iniciativas de cunho marcadamente liberalizante, destinadas a promover a abertura da economia, de modo a integrá-la ao ambiente da competição internacional. Nessas circunstâncias, cresceu o estímulo dos bancos para ampliarem seu papel de gerenciadores de passivos de curtíssimo e curto prazo, procurando atuar de forma cada vez mais competitiva com o objetivo de incrementar a captação através da caderneta de poupança, CDB-pré, fundos de aplicação financeira (recém-criados) e fundos de renda fixa de curto prazo e, residualmente, depósitos à vista, a que se somava uma grande massa de recursos transitórios à vista (arrecadação e repasse de impostos, de fundos para-fiscais, de prestações e mensalidades diversas, administração de folha de pagamentos, etc).

Segundo Platteck (2001) esses recursos continuaram a gerar receitas inflacionárias significativas, em face das elevadas taxas de juros praticadas no *open market*. Os bancos continuaram a tirar o máximo proveito do retorno do processo da alta inflação, cuja lucratividade, quase sem risco, proveniente do *floating* justificava a expansão física da rede de agências. É bem verdade que esses lucros foram também consequência do fato de que os banqueiros perceberam rapidamente as implicações da abertura externa em seus negócios, fator indutor da rápida melhora de sua *performance* em termos de eficiência e competitividade.

3.8 ESTRATÉGIAS DE AJUSTE DO SFN SOB O PLANO REAL

Segundo Pastore e Pinotti, (1995) apud Paula (2007) uma das mais fundamentais características do Plano Real residiu no esforço de se dar adequada transparência e prévio conhecimento aos agentes econômicos sobre o elenco de medidas anunciadas e concretizadas nas diferentes etapas de sua implementação. A par dos fundamentos e da coerência lógica de tais medidas, esse fator foi essencial para a conquista de credibilidade do novo programa de estabilização, o qual se tornou amplamente aceito e rapidamente assimilado pela maioria da sociedade.

Ressalta os autores Pastore e Pinotti (1995) que apesar de suas falhas iniciais, especialmente na área fiscal e cambial, a inflação, como era esperado, se reduziu rapidamente. De seu patamar de quase 50% ao mês, em junho de 1994, a taxa de inflação medida pelo IGP-DI e pelo IPC-FIPE se reduziu, respectivamente, para 14,7% e 23,17% ao ano, em 1995, com tendência de queda para 1996.

Em conseqüência do otimismo natural da recuperação do poder de compra da moeda e do aumento de renda disponível induzido pela eliminação do imposto inflacionário, verificou-se um acréscimo significativo na demanda agregada por conta do súbito aumento do consumo. O setor industrial, experimentou forte expansão de demanda de máquinas, equipamentos e matérias-primas, em parte atendidas pelo rápido incremento das importações (Boletim do Banco Central, julho/1996).

No entanto, esse incremento nos fluxos de demanda e oferta agregada somente se viabilizaram em função do prosseguimento da política de aprofundamento da abertura comercial e da inesperada apreciação cambial. A forma como a reação na demanda pode ser satisfeita num primeiro momento, evitando pressões nos preços e a sensação de desabastecimento, é uma segunda característica do novo plano de estabilização, reputado como de fundamental importância para o seu êxito inicial.

Para Soares (2000) um segundo impacto do Plano Real decorreu da previsível remonetização de parcela significativa de recursos aplicados em depósitos indexados (contas-correntes remuneradas) e em fundos de curto prazo, com a conseqüente recuperação dos depósitos à vista. Em face da política monetária contracionista adotada para a sustentação da âncora cambial, entendida como condição essencial para a viabilidade sustentada do novo Plano, a taxa de juros básica foi mantida em patamar elevado, o que propiciou significativa expansão nos depósitos a prazo.

De acordo com Barros e Almeida Júnior (apud Soares, 2002), os depósitos à vista e a prazo se incrementaram, respectivamente, em 165,4 % e 40% nos primeiros seis meses do Plano Real. Isso explica, do lado da oferta, um aumento expressivo na capacidade creditícia do sistema bancário em geral, especialmente dos bancos múltiplos privados. Ademais, como salientado acima, a inesperada apreciação cambial que se seguiu no primeiro ano de vigência do Plano reduziu fortemente os preços dos bens *tradables*, cuja demanda foi satisfeita pela rápida expansão do crédito direcionado para o consumo privado.

Como salienta Studart (2000), no decorrer dos três primeiros anos do Plano Real, houve uma forte depuração no sistema financeiro. Do universo de 271 bancos existentes em julho de 1994, 40 sofreram intervenção do Banco Central. Destes 29 foram liquidados, 4 faliram, 6 permaneceram no programa denominado de Regime de Administração Especial Temporária (RAET), e apenas 1 continuou a operar. Convém salientar que no bojo desse processo de reconcentração bancária, 32 bancos foram reestruturados por iniciativa do Banco Central e, em seguida, incorporados ou vendidos, de acordo com as regras do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER).

Para Soares (2004) logo após o advento do Plano Real, a alíquota do compulsório sobre depósitos à vista passou de 48% para 100%, e a dos depósitos em caderneta de poupança de 20% para 30%. Em simultâneo, foi imposto um recolhimento de 30% sobre os depósitos a prazo, incluindo a instituição de alíquota de 15% sobre operações de crédito. Tais medidas não foram, porém, suficientes para impedir que o crédito ao setor privado se elevasse em 58,7% no primeiro ano do Plano.

Em tais circunstâncias, o Banco Central temia que o excesso de otimismo que tomou conta da atividade bancária pudesse conduzir a um bolha de consumo, cuja explosão poderia se traduzir em graves problemas de inadimplência, como de fato veio a se concretizar no caso de alguns bancos. Dessa forma, constatado o ímpeto irrefreável dos bancos à concessão de crédito, mesmo diante das severas limitações impostas pelo aumento dos compulsórios, como referido anteriormente, a autoridade se viu compelida a impor novas restrições, agora de caráter mais administrativo e operacional.

Segundo Cysne e Costa (1997), o aumento de inadimplência no sistema financeiro e as subseqüentes medidas de restrição creditícia poderiam ter sido evitados, ou pelo menos minimizados, caso o governo tivesse optado pelo ajuste fiscal. Isso, porém, contradiz o fato de que se reconhecia explicitamente que um dos fatores causadores da abrupta elevação da inadimplência residia na falta de experiência dos bancos na análise de risco de crédito, em face da longa convivência com os mecanismos geradores de transferências inflacionárias do setor não-financeiro para o sistema criador de moeda.

Dentre essas medidas podem ser citadas: limitação de parcela de financiamento no âmbito dos cartões de crédito, proibição aos fundos de previdência privada de

concessão de empréstimos aos associados, proibição de formação de consórcios nos segmentos eletro eletrônico, bem como aumento do limite de capital mínimo em face da adesão ao Acordo de Basiléia (1994). Esse conjunto de iniciativas sinalizou, finalmente, uma clara advertência do Banco Central ao sistema bancário sobre a diversidade de instrumentos de política restritiva que tinha à sua disposição e que, nesse sentido, estaria disposto a tomar quaisquer outras medidas julgadas necessárias para restringir o crescimento da demanda, especialmente para se evitar a explosão do consumo privado e os seus impactos sobre a oferta agregada e o nível de preços. Tal postura finalmente surtiu o efeito desejado, fazendo com que os bancos se tornassem mais cautelosos em sua estratégia de ajuste pelo lado do crédito.

Conforme relata Soares (2004) a ameaça de crise sistêmica exigiu a imediata intervenção do Banco Central em duas grandes instituições financeiras (Nacional e Econômico). Esse fato provocou um aumento generalizado de aversão ao risco, seguindo-se um processo de redistribuição de depósitos em direção a grandes bancos públicos e privados, caracterizando um grave problema de “empoçamento de liquidez”, com deletérias conseqüências de caixa para pequenos e médios bancos.

Em função da necessidade de se conter a demanda global e de se sustentar a âncora cambial para garantir o êxito do programa de estabilização, a taxa de juros primária foi mantida em patamar elevado desde o início do Plano Real.

O Banco Central iniciou, no final de 1995, um processo de flexibilização da política monetária. Nessa linha de ação, os compulsórios começaram a ser abrandados juntamente com outras medidas de cunho operacional. Por seu turno, após uma elevação espasmódica no período de março a maio de 1995, e ainda que, em termos reais, se mantivesse muito elevada em razão dos problemas de balanço de pagamentos, a taxa de juros básica (selic) iniciou uma etapa consistente de queda, em razão do comportamento descensional do nível de preços.

De acordo com Freitas e Prates (2001, p. 96) os objetivos desses programas eram; a) ajustar o sistema às novas condições impostas pelo Plano Real de Estabilização; b) realizar uma reforma institucional no sentido de adaptá-lo ao processo de abertura e desregulação financeira; c) criar as condições para o aprofundamento da sua inserção e sólida conexão com o sistema financeiro internacional.

No final de 1995, foi criado o Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER) e, posteriormente, o Programa de Incentivo à redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), sendo que as condições de acesso a este último foram definidas em 2007.

Em face das pressões de importantes banqueiros internacionais, o Ministério da Fazenda e o Banco Central solicitaram ao presidente da República, através da Exposição de Motivos nº. 311, de agosto/1995, autorização para a participação de bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional.

De acordo com Corrêa e Almeida Filho (2001, p. 222), tais fatores poderiam, na avaliação das autoridades, propiciar o aumento da concorrência no setor bancário, acarretando uma baixa geral nos spreads e nos custos de capital. Em particular, haveria maior agilidade operacional, segurança e transparência nos negócios, beneficiando residentes e não-residentes, tudo isso se traduzindo em aumento de eficiência competitiva na captação e alocação da poupança financeira.

Esse arcabouço certamente se inseria na concepção de política econômica liberalizante destinada a dar evidências de que o sistema financeiro como um todo fora acometido de alta vulnerabilidade e turbulência, inclusive com ameaça de crise sistêmica (Freitas e Prates, 2001, p. 96).

Como conseqüência disso o governo justificou a implementação de mecanismos PROER e do PROES de ampla reestruturação e ajuste do Sistema Financeiro Nacional. Dado o crescente número de bancos estrangeiros interessados em participar do processo de abertura financeira, o Banco Central estabeleceu uma restrição inicial na forma da cobrança de um “pedágio”, cujo valor foi definido com base na necessidade de capital mínimo exigido para cada tipo de instituição financeira. Esse pedágio, conforme salienta Freitas e Prates (2001, p. 97), era justificado como contribuição para a recuperação dos recursos públicos envolvidos no programas de reestruturação e saneamento financeiro.

Posteriormente, a partir de 1999, em substituição ao mecanismo do pedágio, outras exigências de caráter mais pragmático foram estabelecidas, tais como, nível de *rating* internacional, aporte de capital e tecnologia, linhas de crédito externo, etc.

Em verdade, a idéia norteadora incluía também um projeto abrangente de internacionalização da economia, através de um amplo programa de abertura comercial e financeira, incluindo desregulamentação de mercados, privatização de empresas estatais

financeiras e não financeiras, e aquisição, fusão e incorporação de empresas privadas nacionais pelo capital estrangeiro. Essas medidas eram consideradas importantes para a atração de investimentos externos (diretos e em portfólios), bem como, em paralelo, a automática transferência, absorção e difusão de tecnologias.

Salienta ainda Carvalho (2000) que não se avaliou adequadamente o ritmo, as prioridades, as condicionalidades e as implicações envolvidas em tal programa, especialmente do ponto de vista das necessidades de financiamento de longo prazo. Afora as questões dos microfundamentos, como já se aludiu, a justificativa fundamental parece haver se assentado no crucial “interesse nacional”, traduzido na necessidade de se reforçar os pilares do Plano Real, no período de 1995 a 1999.

No início do ano de 1998 ocorreu a entrada de 17 novas instituições estrangeiras, sendo que o número de bancos privados nacionais com controle de capital externo passou de 20 para 36. O número de bancos estrangeiros funcionando no país passou de 37 para 52, e o respectivo número de agências, de 360 para 2395. Em consequência, a participação estrangeira no SFN aumentou de 15,4% para 25,6% no período em questão.

Para Teixeira (2000) as iniciativas centradas no PROER e no PROES lograram pleno êxito, de acordo com a avaliação do Banco Central, na medida que conseguiram sanear o sistema financeiro e neutralizar choques adversos responsáveis pela emergência de crises bancárias. De acordo com essa avaliação, o sistema ganhou condições para se tornar mais enxuto e mais robusto, do ponto de vista da qualidade dos ativos e de solidez patrimonial, especialmente considerando as exigências a que o mesmo foi submetido pelo Acordo de Basiléia.

Em sua perspectiva de longo prazo, a política econômica contemplava a estabilidade financeira e de preços como elemento-chave para a sustentação do crescimento econômico. Uma vez debelada a inflação e alcançada a estabilidade da moeda, acreditava-se haver sido logradas as condições para o aprofundamento da inserção da economia no mundo globalizado das finanças, da produção e do comércio, a qual necessariamente teria que se guiar por parâmetros de eficiência e competitividade internacional (STUDART, 2005).

Ainda para o mesmo autor, a propósito, basta lembrar que o sistema financeiro doméstico foi abruptamente submetido à competição de poderosas instituições

financeiras internacionais, patrimonialmente mais fortes e tidas como tecnologicamente mais modernas, bem como o fato de que o mesmo seria, mais adiante, obrigado a satisfazer os requisitos decorrentes da adesão do Brasil ao Acordo de Basiléia (1994). O importante nisso tudo era reconhecer que a estabilidade financeira deveria ser considerada o fator fundamental para a garantia de funcionamento regular do próprio sistema de pagamentos e para o alcance de metas de maior eficiência competitiva, tanto interna como externa.

Durante o programa de estabilização, o governo intensificou a emissão de títulos com cláusula de correção cambial, a fim de eliminar riscos para os investidores e, com isso, garantir a rolagem de sua dívida. Por outro lado, essa iniciativa foi extremamente importante para o sistema financeiro, permitindo sanar graves problemas de vulnerabilidade externa de grandes bancos, na medida em que possibilitou a formação de um adequado hedge, frente ao descasamento de prazos entre passivos externos e os seus portfólios domésticos.

Ressalta Studart (2005) o processo de ajuste patrimonial dos grandes bancos privados no curso do plano de estabilização se completou, dessa forma, com a readequação de seus ativos e passivos, numa perspectiva de menor exposição ao risco, isto é, de maior preferência pela liquidez, aliada à exploração de oportunidades de maiores lucros. Tal deve ser creditado, no entanto, à estratégia da política de estabilização altamente favorável aos bancos, como se salientou anteriormente.

Além dessas operações de ajuste patrimonial, outra fonte responsável pela grande alavancagem da receita dos bancos foi a generalização da cobrança de tarifas pela prestação de serviços, as quais se tornaram capazes de cobrir crescentemente despesas administrativas e de investimentos em automação e informatização bancária. Com efeito, tomados como referência para fins de avaliação de desempenho dos grandes bancos privados, esses custos se transformam em indicador importante para outras instituições em seus respectivos processos de ajuste no curso do programa de estabilização.

Segundo Rodrik (2007) após a crise provocada pela rápida e excessiva expansão das operações de crédito, os bancos privados conseguiram explorar novas oportunidades de negócios, advindas da ampliação do grau de abertura comercial e financeira encetadas pela política econômica destinada a sustentar o Plano Real. Nesse sentido, em razão da adoção de uma postura mais prudencial, traduzida em menor exposição ao risco e maior

preferência pela liquidez, características integrantes das abordagens de Keynes-Minsky, os grandes bancos múltiplos privados lograram redirecionar suas estratégias de gerenciamento de ativos e passivos, mediante a concentração do grosso de seus negócios em operações capazes de gerar bons retornos, e.g., operações cambiais e de portfólio em títulos públicos e privados.

Do ponto de vista estritamente financeiro, a racionalidade e a eficácia microeconômica de suas estratégias, vêm produzindo resultados significativos, tanto em ambiente de crise, como em regime de estabilidade macroeconômica caracterizado pelo stop and GO. Segundo Corrêa e Almeida Filho (2001, p. 233), em dezembro de 1998 os ativos externos do sistema bancário ascenderam a US\$ 65,5 bilhões de dólares, os quais funcionaram, a um só tempo, como instrumento de hedge e fonte de elevados ganho no período turbulento que caracterizou a mudança do regime cambial e a maxidesvalorização do Real.

Assim continua Corrêa e Almeida Filho (2001) a postura defensiva, e ao mesmo tempo especulativa dos bancos, permitiu que a solução do problema do hedge fosse acompanhada de substanciais ganhos em operações com títulos e valores mobiliários, cuja participação no total da receita ascendeu de 22,9%, em junho/98, para 34,6%, em junho/99. Esses ganhos se originaram da alta desvalorização cambial, combinada com a manutenção de elevadas taxas de juros dos títulos do governo, até o fim do primeiro semestre daquele ano.

Os bancos privados conseguiram, dessa forma, atravessar o período de crise, mantendo inalterada sua estabilidade financeira e logrando melhorar seus indicadores de rentabilidade e solidez patrimonial. As mudanças promovidas nas políticas cambial e monetária em 1999 foram extremamente benéficas à consolidação do modelo de abertura, privatização e desregulação do sistema financeiro.

No âmbito do PROES houve avanços na privatização das instituições financeiras públicas estaduais, destacando-se a incorporação significativos no processo do Banco do Estado de São Paulo pelo Santander, e a aquisição do Banco do Estado do Paraná pelo Itaú. Na esfera dos bancos estaduais de desenvolvimento o avanço não foi menos significativo: 11 instituições foram transformadas em agências de fomento, destacando-se as de Minas Gerais, Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Pernambuco e Bahia.

O resultado final do processo de abertura financeira e privatização de bancos públicos se traduziu, como já salientado, numa mudança estrutural no sistema financeiro nacional. Após haver sido praticamente concluída a liquidação e alienação do sistema financeiro estadual aos bancos estrangeiros e privados nacionais, a estrutura financeira tomou uma nova e radical configuração, a qual vem definindo a forma como os bancos privados poderiam se inserir em um novo padrão de financiamento. Nesse novo padrão, o sistema é representado por uma nova estrutura, formada por um tripé composto pelos bancos privados nacionais, pelos bancos estrangeiros e pelos bancos oficiais federais. De outra perspectiva, se poderia dizer que, como aparentemente seria o desejo de importantes autoridades governamentais, o sistema financeiro privado ganhou condições para avançar no sentido da descompressão financeira, e, portanto, se habilitando a operar segundo a concepção neoclássica da firma bancária nos moldes da abordagem de Shaw-McKinnon.

Não obstante essa inesperada estratégia de acomodação, cabe a essa altura tecer rápidas considerações sobre a contribuição que os bancos estrangeiros teriam a oferecer para o desenvolvimento do SFB. Por exemplo, Freitas e Prates (2001, p. 100-3) construíram alguns indicadores de desempenho dessas instituições no Brasil, através dos quais se evidenciam alguns fatos importantes sobre o aumento da participação estrangeira no sistema.

Pode-se deduzir que o leit-motiv que justificou a vinda dos bancos estrangeiros foi a busca de lucros e expansão patrimonial, num horizonte caracteristicamente de curto prazo, sob a lógica financeira subjacente nos modelos de Keynes e Minsky, segundo a qual a firma bancária procura conciliar a busca incessante de lucros com a preferência pela liquidez.

Na realidade a abertura financeira, além de não contribuir para a melhoria do padrão de financiamento doméstico, implicou num aumento de vulnerabilidade externa. Na avaliação de Freitas e Prates (2001) a abertura financeira não contribuiu para a superação da fragilidade estrutural do país: a inexistência de mecanismos privados domésticos de financiamento de longo prazo.

Por último relata Freitas e Prates (2001), a contribuição dos bancos estrangeiros no tocante aos investimentos diretos através dos programas de privatização da infraestrutura (energia, telecomunicações, etc) implicou num aumento de vulnerabilidade

externa no longo prazo, tendo em vista potencial déficit no balanço de serviços ocasionado pela remessa de juros, lucros, dividendos, royalties, etc., afora a questão da livre movimentação de fundos de natureza especulativa, em face da plena abertura da conta de capitais.

Na ótica das autoridades econômicas, uma vez que essas medidas, juntamente com o ajuste fiscal, eram suficientes para garantir a estabilidade macroeconômica, o crescimento econômico estável e duradouro ficaria dependendo apenas da superação de gargalos de natureza microeconômica e institucional, com vistas a ganhos crescentes de eficiência e competitividade. Na medida que esses problemas fossem removidos, tal facilitaria o movimento de inserção e integração da economia brasileira no mundo globalizado, de modo que restaria como condição fundamental para a volta do crescimento priorizar-se as políticas destinadas a incrementar os investimentos de longo prazo.

3.9 BAIXO DESEMPENHO DOS BANCOS PRIVADOS PÓS-REAL

Segundo Paula (2001) o ano de 1999 é um marco histórico importante para se considerar concluído o Plano Real de Estabilização. Representa uma longa fase de experimentos de política econômica, que culmina com a consolidação do processo de abertura e desregulação financeira, a implantação do sistema de metas de inflação e a adoção do regime de câmbio flutuante. O resultado mais convincente desse processo reside na estabilidade da moeda e do sistema financeiro, ainda que em ambiente de grande volatilidade de expectativas quanto às flutuações da taxa de juros e do câmbio, ocasionadas pela persistência dos fortes déficits fiscal e do balanço de pagamentos. Não obstante esses focos de instabilidade macroeconômica, em 2000 o ambiente se tornou favorável à retomada do crescimento, porém sustentado quase que exclusivamente pelo consumo e pelas exportações, graças à utilização de capacidade ociosa na indústria e à temporária competitividade da taxa de câmbio.

Apesar desse clima de relativa estabilidade macroeconômica propiciado pelo Plano Real, fatores de natureza micro e macroeconômica e institucional têm contribuído no sentido de dificultar o estabelecimento de sólidas relações financeiras entre os bancos

privados e as unidades produtivas, de modo que estas possam viabilizar investimentos no aumento de capacidade e, assim, alavancar seus índices de desempenho.

3.9.1 Fatores Macroeconômicos

O Plano Real de Estabilização logrou o seu essencial objetivo de rapidamente desindexar a economia e estancar o processo da alta inflação. Todavia, como era esperado, não seria plausível imaginar-se que, com a adoção da nova moeda contratual, os resquícios da memória inflacionária fossem automática e instantaneamente eliminados em todos os setores da economia.

Os percalços iniciais do Plano Real obrigaram o Banco Central a elevar e manter a taxa de juros básica em patamares muito altos, principalmente considerando que a âncora cambial era o esteio principal do referido programa.

Há que se considerar, por outro lado, os impactos diretos da política monetária e fiscal sobre a atividade emprestadora dos bancos. Esses impactos inibidores foram, respectivamente, produzidos pela continuidade da política de pesados compulsórios sobre a base de captação e pela volumosa carga fiscal incidente sobre as operações de crédito. Por outro lado, considerando que desde os choques ortodoxos/heterodoxos dos anos 80 os bancos mantêm uma postura de alta aversão ao risco e, em função disso, contabilizam (*ex-ante*) exageradas provisões para cobertura de expectativas de *default*, e ainda tendo em conta que são livres para oligopolisticamente arbitrar elevado percentual de margem líquida aos respectivos *spreads*, pode-se perceber o porquê dos elevados encargos incidentes nas operações empréstimo em geral, em particular aquelas direcionadas para o financiamento do consumo e outras demandas das famílias.

Nessas circunstâncias, dado o desestímulo à expansão das operações de crédito e, considerando em especial, a elevação do risco de inadimplência em razão dos elevados encargos de juros cobrados dos tomadores, a estratégia de ajuste pró-crédito inicialmente adotada pelos bancos foi rapidamente reorientada para o retorno às operações desintermediadas, com destaque para operações com títulos públicos e com títulos cambiais, inclusive negócios de arbitragem. Nesse sentido, a prioridade máxima do sistema financeiro era diversificar mecanismos capazes de sustentar a sua estratégia de consolidação patrimonial no curso do programa de estabilização da moeda.

Razões de natureza macroeconômica produziram um freio ao renascimento da demanda de bens de capital que, por sua vez, determinaram o comportamento desinteressado do sistema financeiro no financiamento de longo prazo nesse período. Em particular, e como fator principal, deve-se destacar, ainda que transitoriamente, o caráter político da estratégia de gestão da dívida pública e do câmbio, visando assegurar a continuidade do processo de estabilização de preços até 1988, cujos impactos do lado do setor financeiro levaram os bancos a concentrar seus negócios em operações cambiais e com títulos federais, com elevado senso estratégico na busca de lucros, liquidez e crescimento patrimonial.

3.9.2 Fatores Microeconômicos

Para Rocha (2001) a partir de 1994, a redução da taxa média de inflação para patamares inferiores a dois dígitos desnudou alguns problemas de ordem microeconômica no funcionamento do sistema financeiro. Nesse sentido, podem ser considerados os seguintes aspectos. Primeiro, o elevado grau de concentração bancária. Por exemplo, tomando-se o intervalo de 1995-2001 como uma amostra relevante (Belaisch, 2003), a participação dos dez maiores bancos múltiplos no sistema revela uma trajetória de crescimento em termos de ativos (64,4% para 70,3%) e de depósitos (75,1% para 76,6%), enquanto que em relação ao crédito houve uma leve redução (71,4% para 70,2%). Adicionalmente, convém registrar que, nesse mesmo período, o número de bancos múltiplos se reduziu de 184 para 135.

Ainda que se possa concordar com o autor quanto à situação particular do país, pesquisas recentes apontam que outros sistemas financeiros latino-americanos importantes (e.g., Argentina e México) são mais concentrados que os do Brasil.

Rocha (2001) realizou uma pesquisa sobre a evolução da concentração bancária no Brasil, abrangendo o período de 1994-2000, utilizando dois indicadores: i) a razão de concentração (RC), destinada a medir a participação relativa de números arbitrários de grandes bancos (2, 5, 10 e 20 maiores) no sistema como um todo; ii) o índice de *Hirschman-Herfindahl*, que considera o quadrado da participação relativa de todos os bancos do sistema. Em ambos os casos, o índice de concentração tende a zero no caso teórico de o sistema funcionar em regime de concorrência perfeita, e, reversamente, a 1,

se tratar de uma estrutura de mercado monopolista. A conclusão essencial do estudo é de que, embora tenha se registrado um aumento de concentração no período, “(...) Os patamares absolutos do IHH (...) não são elevados na comparação internacional e parecem indicar que ainda existe espaço para continuidade do movimento de consolidação bancária em curso no país.”

Considerando que, no caso do Brasil, a estratégia da autoridade regulatória na aplicação das regras de Basiléia pode ser considerada mais conservadora que em outros países, como foi o caso da elevação do coeficiente de capital mínimo de 8% para 11%, tal fato implica não só num desincentivo à expansão do crédito, como também se constitui numa efetiva barreira de entrada.

Ressalte-se, a propósito, que outros custos de ordem operacional e administrativa tem sido gradativamente absorvidos pelos bancos, em função dos sucessivos ajustes decorrentes da dinâmica do Acordo de Basiléia, cuja versão mais atual vem sendo denominada de Acordo de Basiléia II (Freitas e Prates, 2001).

Por fim, deve-se destacar os pesados investimentos correspondentes a novos processos de informação e telecomunicação, destinados a sustentar avanços inovativos em termos de produtos e serviços em escala globalizada, na busca de economias de escala e escopo (Rocha, 2001).

Percebe-se enfatiza Rocha (2001) que as conseqüências dessas ações tendem a criar obstáculos à entrada de concorrentes no setor, reforçando, assim, a concentração e o poder de mercado dos grandes oligopólios financeiros. Outro fator importante ao nível microeconômico são os custos administrativos. Esses custos envolvem despesas com pessoal, informatização computacional, marketing e publicidade, comunicação, seguro, transportes, etc. A sua participação na formação do spread foi de 25% em 2001, mostrando, porém, tendência declinante (Koyama e Nakane, 2002; Oreiro et. al., 2005). De um modo geral, os custos mais relevantes são os de pessoal e os de informática.

Resumindo, apesar dos avanços observados em termos de inovação em gestão organizacional e da melhoria na estratégia de regulação e supervisão, o sistema bancário permanece atuando sob uma estrutura bastante concentrada e oligopolizada. Isso faz com que parte significativa de seu custo total, ao qual são incorporados elevados percentuais margens líquidas, seja repassada aos tomadores de forma indiscriminada, sem preocupação com critérios de eficiência concorrencial e análise diferenciada de risco.

3.9.3 Fatores Institucionais

Podemos relacionar três importantes fatores institucionais que dificultam o direcionamento dos portfólios dos bancos privados para operações de crédito, principalmente as voltadas para os investimentos de longo prazo, sendo elas: a) falhas nos mecanismos de regulação; b) adesão ao Acordo de Basileia; c) ineficiência do sistema judiciário.

Com relação as falhas nos mecanismos de regulação, de um modo geral, deve-se entender o processo de regulação e supervisão no contexto da dinâmica do funcionamento dos mercados financeiros em escala mundial, a qual foi se tornando susceptível de rápidas transformações a partir dos anos 60, em sua maioria originária das características e do perfil dinâmico da estrutura do sistema financeiro norte americano. As questões envolvidas nesse processo decorreram da busca contínua de novos mecanismos de gerenciamento de ativos e passivos (Minsky, 1986) e, na sua interface, da necessidade de se definir instrumentos capazes de: (a) neutralizar ou minimizar externalidades negativas (risco de contágio e crises sistêmicas); e, (b) mitigar problemas decorrentes de informação incompleta e custosa e de Agente e Principal nos mercados financeiros (Stiglitz e Weiss, 1971; Stiglitz, 1990).

No caso do Brasil, o aparato regulatório e de supervisão vem procurando se consolidar e se integrar às regras de gestão e controle vigentes no sistema financeiro internacional, cujo marco inicial são as Reformas dos meados dos anos 60. A partir daí, novos mercados e instrumentos financeiros foram criados para viabilizar o financiamento do setor público e privado, os quais se desenvolveram, porém, num ambiente característico de elevado grau de repressão financeira e de uma trajetória ascendente de inflação (Shaw, 1973; McKinnon, 1973).

Nesse contexto, utilizou-se até a vigência do Plano Real a estratégia de regulação e supervisão baseada no tradicional sistema de “controle direto”, que consiste na definição de regras prudenciais e a sua posterior verificação através de inspeção ou auditoria *in locu*, visando avaliar o seu correto cumprimento por parte das instituições financeiras. O objeto do monitoramento são os balanços contábeis, através dos quais se

procura mensurar e avaliar os índices de liquidez e solvência, provisões para créditos duvidosos, grau de alavancagem e de concentração de riscos, adequação de colaterais.

É evidente que, por mais que se tenha aperfeiçoado os mecanismos de mensuração e avaliação de desvios normativos e operacionais, essa estratégia nunca se revelou plenamente eficaz. Dada a estratégia e as características do Programa Real Estabilização e as crises financeiras e cambiais que o envolveram, esse processo de abertura e desregulamentação tanto na conta de transações-correntes como e, principalmente, na conta de capitais, se aprofunda significativamente, facilitado novamente pela abertura do mercado financeiro aos bancos estrangeiros.

No período pós-Real, já sob regime de câmbio flutuante, diversas regras e procedimentos foram ajustados e aperfeiçoados, e outros diversos mecanismos foram criados visando eliminar os controles sobre o movimento de capitais.

Os responsáveis pela implementação do Plano Real tinham consciência dos problemas que seriam gerados a partir da estabilização da moeda e da perda das receitas inflacionárias. Temia-se que os indicadores de solidez de grandes conglomerados financeiros (públicos e privados) perdessem seu significado diante do esvaziamento de fluxos de receitas. De fato, isso ficou logo evidente e, para contornar os problemas decorrentes da rápida reorientação da estratégia de ajuste patrimonial com ênfase para as operações de crédito, o Banco Central elevou a taxa de compulsório para 100% e, como medida de efeitos menos drásticos, mas de profunda repercussão na estratégia de alavancagem dos bancos, determinou o cumprimento da regras decorrentes da adesão ao Acordo de Basiléia.

Embora se considerasse superada a fase de turbulência financeira no primeiro ano de vigência do Plano Real, as autoridades monetárias e regulatórias tinham a clara percepção de que a almejada estabilidade financeira no contexto de abertura exigia a adoção de medidas de cunho estrutural. Nesse sentido, o PROER e o PROES foram acoplados à estratégia de regulação e supervisão, que já vinha sendo implementada desde a fase pré-Real, cujo objetivo era sanar diversos problemas operacionais, alguns dos quais potencialmente geradores de risco de liquidez, de crédito e de mercado.

Ainda no tocante à estratégia de regulação prudencial, outras iniciativas importantes foram tomadas, tais como a criação do fundo garantidor de crédito (1995) e da central de risco de crédito (1997).

Fica evidenciado, que houve uma paulatina melhoria no modelo de regulação e supervisão financeira, o que certamente poderia favorecer as relações financeiras, especialmente as direcionadas ao financiamento de bens de capital. Todavia, contraditoriamente, como se verá a seguir, as pesadas limitações impostas pela nova estratégia de regulação em decorrência da adesão ao Acordo de Basiléia se converteram num fator de desestímulo, e até mesmo de impedimento, para que os bancos privados reorientassem seus portfólios mediante incremento das operações de crédito em geral, particularmente aquelas voltadas para os investimentos de longo prazo.

Concretamente, a adesão ao Acordo de Basiléia significa a adoção de uma nova estratégia de regulação, através da qual torna-se obrigatória a aplicação do coeficiente de capital mínimo para alavancagem das operações ativas dos bancos. No caso do Brasil, a aplicação das regras desse Acordo foi aprovada pela Resolução 2099/94, do Conselho Monetário Nacional, estabelecendo que; a) para cada 100 unidades do ativo ponderadas pelo risco eram necessárias 8 unidades de patrimônio líquido ajustado, disso resultando um coeficiente máximo de alavancagem da ordem de 12,5; b) os ativos passaram a ser classificados em quatro categorias de risco, sendo o mínimo de zero, para as operações com títulos públicos, e o máximo de 100%, para as operações de empréstimos e financiamentos e aplicações em títulos privados, tais como ações e debêntures, mercados futuros, etc. Na prática, isto significa dizer que a alavancagem do ativo em títulos federais não requeria qualquer incremento no passivo não-exigível, e, ao contrário, as operações intermediadas ou desintermediadas ou mesmo extra-balanço, requeriam pesados aumentos de capital.

À margem dessas considerações percebe-se que adesão ao Acordo de Basiléia, em particular o modo como foi aplicado pelas autoridades monetárias relativamente aos graus de risco arbitrado nas diferentes operações ativas, induziu os bancos a uma política de recomposição de seus portfólios, em prejuízo das operações de crédito em geral, e do setor empresarial, em particular. Nesse sentido, as operações com títulos públicos federais se tornaram prioritárias em suas estratégias de alavancagem, não obstante sejam consideradas relativamente menos lucrativas que as operações de crédito.

Seria plausível concluir, portanto, que uma das causas do deslocamento das operações de empréstimos e financiamentos em geral, aí incluídos os aportes de médio e longo prazo destinados à aquisição de bens de capital, para as carteiras de títulos foi a

encampação das regras do Acordo de Basileia. Considerando, por outro lado, que no bojo desse processo o Banco Central estabeleceu o aumento de capital mínimo para as instituições financeiras, percebe-se que as conseqüências dessa política foram claramente desfavoráveis para o sistema financeiro nacional, em especial para os pequenos e médios bancos múltiplos.

Com relação à ineficiência do sistema judiciário, no aparato jurídico e suas implicações com o atual modelo de crescimento econômico no Brasil, o poder judiciário exerce um papel crucial em dois aspectos essenciais: garantir o direito de propriedade e o cumprimento das regras contratuais. O argumento se desenvolve segundo a clássica visão de maximização de funções-objetivo aplicada ao campo institucional do direito, segundo a qual “A utilidade esperada de recorrer à justiça depende, positivamente, do valor líquido que se espera receber e, negativamente, da variância desse ganho, que reflete a incerteza quanto a ganhar ou perder a disputa e ao tempo que irá decorrer até que uma decisão seja tomada”. A utilidade do judiciário como mecanismo de resolução de conflitos dependeria, assim, de uma série de variáveis que poderiam ser sumariadas: (a) nos custos processuais e de oportunidade a incorrer; (b) na agilidade, imparcialidade e previsibilidade decisória da autoridade judicial; e, (c) no valor monetário atribuído à ação em litígio. Nesse sentido, dada a impossibilidade de se fazer uma adequada ponderação dos custos e prováveis ganhos, os agentes poderiam se sentir estimulados a adotar outras alternativas para a solução de conflitos, nos quais se vissem envolvidos. Ou, no limite, desistirem de iniciar uma “causa judicial” visando o reconhecimento daquilo que julgassem ser os seus direitos.

Segundo Pinheiro (2003) uma melhoria nas condições de crédito depende em larga escala do aperfeiçoamento da estrutura jurídica. E isso somente pode ser conseguido se for possível torná-la mais eficiente, tanto do ponto de vista das relações contratuais ao nível individual, como nas implicações ao nível agregado, especialmente através de mudanças nas posturas decisórias e no tempo gasto no julgamento e conclusão dos processos que dizem respeito a amplos setores da atividade econômica. No mercado de crédito, em particular, argumenta-se que altas taxas de juros dos empréstimos são em parte o reflexo dos riscos jurídicos incorporados nos contratos de mútuo. Isso implica em reduzir os fluxos de investimento em função do alto custo de capital, o que acaba cerceando o crescimento econômico em ritmo mais elevado.

Estendendo a análise, pode-se aduzir que se tratando de crédito de médio e longo prazo destinado ao financiamento de bens de capital, os riscos são necessariamente maiores e mais diversificados, incluindo risco de liquidez e de taxa de juros. As alternativas que normalmente são adotadas para mitigá-los, isto é, aumentar o grau de proteção ao prestador em face da incompletude e opacidade dos contratos, poderiam ser as seguintes: i) a repactuação periódica da taxa de juros; ii) a exigência de colaterais em níveis de quantidade e qualidade adequados, que se julga poderem ser executados se se configurar o não cumprimento integral das obrigações contratuais; e, iii) a contratação de seguro de crédito, às expensas do mutuário.

De fato, os contratos, mesmo que bem formalizados, podem não prever situações adversas para os credores, como, por exemplo: (a) contestação da legitimidade de obrigações; (b) em decorrência, recusa do pagamento da dívida nas bases originalmente contratadas; e, (c) ocorrência de situações de falência do devedor, provocadas por fatores endógenos ou exógenos ao processo de gestão empresarial. Em tais circunstâncias, na ausência de um corpo jurídico estável e bem definido, ou diante da ineficiência do poder judicial, ou, ainda, de casuísmos em suas decisões em razão de fatores políticos, econômicos e sociais, aquilo que poderia ser considerado apenas uma possibilidade de perda do credor contratual se transforma em vultosos prejuízos, capazes de comprometer a capacidade emprestadora da instituição financeira, e até mesmo a sua continuidade no mercado.

Essas considerações permitem concluir que o fator jurídico tem um peso importante nas decisões de concessão de crédito, especialmente quando se trata de projetos de investimentos de médio e longo prazo. Todavia, como o risco é parte integrante do negócio, em qualquer economia capitalista, além das tradicionais redes de segurança, como salientado acima, os bancos procuram “precificar” antecipadamente sua possibilidade de ocorrência, incorporando à taxa de juros do empréstimo um “*plus*” correspondente ao seu grau particular de aversão ao risco em cada específica operação. Esse acréscimo implicaria em elevar significativamente a taxa de *spread*, e, portanto, a taxa de juros dos empréstimos, a qual impactaria negativamente os preços de oferta e de demanda, segundo a terminologia Keynes-minskyana. Nessas circunstâncias, isso teria por efeito reduzir a escala de eficiência marginal do capital, e, por via de consequência, desestimulando ou inviabilizando os investimentos em perspectiva.

O desenvolvimento financeiro mais recente tem se dado *pari passu* com a adoção de mecanismos endógenos ao mercado, e.g., securitização e derivativos, seguros de *performance*, etc. Nesse contexto, avalia-se que as recentes alterações no regime de garantias contratuais e na Lei de Falências poderão contribuir eficazmente para a expansão das operações de crédito de mais longa duração. Por seu turno, reconhecendo a gravidade do problema relativo à “morosidade judicial” no processo de cobrança e recebimento das dívidas contratadas, o Banco Central vem implementando, desde 1999, várias medidas no sentido de reforçar a segurança jurídica dos contratos. O objetivo consiste em reduzir os impactos da ineficiência e demora no processo decisório judicial que, na sua avaliação, refletem uma postura pró-devedores, e, em consequência, reduzindo o potencial da atividade emprestadora nos diferentes setores da economia.

Conclusão

O exposto neste capítulo permite fazer uma importante observação no sentido de que apesar dos avanços em termos da consolidação macroeconômica e institucional, os bancos privados se mantêm fiel ao seu histórico comportamento rentista curto-prazista, ou seja, concentrado em portfólios escassamente relacionados com o investimento em formação de capital.

Com a adoção do câmbio flutuante e a conclusão da etapa de abertura e desregulação financeira iniciada sob o Plano Real, o sistema financeiro se consolidou num contexto de razoável grau de estabilidade. Todavia, apesar de haver melhorado o seu nível de eficiência e competitividade, em face da abertura financeira e de estratégia de regulação prudencial e de supervisão, subsistem fatores que os induzem à acomodação no atual processo de reprodução e acumulação financeira. Esses problemas explicam, pelo lado da oferta, o relativo desinteresse pelas operações de crédito, em particular as de longo prazo.

Desse modo, o financiamento de longo prazo ainda depende do crédito público. A seguir inicia-se o capítulo onde será discorrido sobre o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

4 O BNDES: ORIGENS E EVOLUÇÃO

Neste capítulo será realizada uma retrospectiva da história do BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Social, sua importância na trajetória histórica do sistema financeiro nacional e sua contribuição no desenvolvimento brasileiro.

4.1 RETROSPECTIVA HISTÓRICA

A discussão teórica anterior mostrou a importância chave das políticas públicas no financiamento de longo prazo em economias em desenvolvimento. No Brasil, no final da Segunda Guerra Mundial, foi criado pela lei número 1628, de 20 de junho de 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), que teve sua nova denominação alterada a partir dos anos 80, onde se incluiu o “social”, ficando internacionalmente conhecido como o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, e, desde então fazendo parte da história brasileira, é uma instituição que tem desempenhado um papel chave nesse sentido. O Banco atuaria inicialmente como órgão formulador e executor da política nacional de desenvolvimento econômico. Seu papel como fornecedor de recursos para projetos que demandavam financiamentos a longo prazo foi essencial, já que na época o sistema financeiro nacional operava apenas com empréstimos de curto prazo. Essa instituição foi redefinindo sua ação e seus objetivos ao longo do tempo.

Segundo TORRES FILHO (2007), os Bancos de Desenvolvimento (BD) nos dias atuais se apresentam como um modo particular de direcionamento de crédito pelos governos. Em boa parte são conseqüências dos mecanismos implementados após a Segunda Guerra Mundial, com a finalidade de reconstrução das grandes economias destruídas pelos conflitos e para estimularem a industrialização e o desenvolvimento. O banco de desenvolvimento que tem essa função no Brasil é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES).

O Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), atual Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), banco de investimentos de longo prazo, foi criado em em 20 de junho de 1952, pela Lei nº 1.628, como autarquia federal, com a finalidade de substituir a dependência total do país de recursos externos e atuar em projetos de

renovação da “infra-estrutura rodoviária, energética, de portos, e assim melhor competir no mercado internacional”. (BNDES, 2002, p. 2).

A criação do então denominado Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), que ocorreu no segundo governo Vargas, em 1952, tinha como objetivo viabilizar um grande programa de desenvolvimento para atender às necessidades da época, no âmbito de expansão dos investimentos e das importações de bens de capital, prevista pela Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU), que tinha a finalidade de desenvolver a indústria. “A CMBEU se inseria no contexto da política externa americana do pós-guerra, de apoio às nações amigas, e buscava diagnosticar os gargalos do desenvolvimento brasileiro e as alternativas para superá-los, visando ao posterior financiamento de projetos estratégicos”. (JUVENAL; MATTOS, 2004, p. 3).

O BNDES tem como único acionista o Governo Federal. De acordo com a Lei no 4.595/64, o BNDES é o principal instrumento do Governo Federal na execução de políticas de investimentos, provendo financiamento de longo prazo, de forma direta ou através de suas subsidiárias integrais, a projetos que contribuam para o desenvolvimento econômico e social do Brasil, elevando a competitividade da economia brasileira e a qualidade de vida de sua população, priorizando tanto a redução das desigualdades sociais e regionais, como a manutenção e geração de emprego. (BNDES, Relatório Anual, 2008)

No entanto, a atuação do BNDE no período de 1952 não foi a esperada. Fatores que contribuíram para seu desempenho limitado foram as eleições norte-americanas de 1952 e a crise cambial brasileira que, inclusive, forçaram o fechamento da CMBEU e do financiamento dos projetos. Segundo VIANA (1990), 41 projetos haviam sido aprovados, requerendo um total de US\$ 387 milhões.

O BNDES relata no seu livro comemorativo dos 50 anos que na década de 50 sua atuação ocorreu em relação à infra-estrutura econômica (energia e transporte) e siderurgia. Nos anos 60, esteve relacionada à indústria de base, aos bens de consumo, às pequenas e médias empresas e ao desenvolvimento tecnológico. Na década de 70, atuou em insumos básicos, bens de capital e substituição de importações. Nos anos 80, em energia, agricultura, integração competitiva e na área social. Na década de 90, sua ação destinou-se à infra-estrutura privada, às privatizações, ao desenvolvimento social e urbano. E no ano 2000, colocou em ação a modernização de setores produtivos, de áreas

de infra-estrutura, exportação, desenvolvimento social e urbano, micro, pequena e média empresa, privatização e mercado de capitais. (BNDES, 2002, p. 2)

“O BNDES é a instituição responsável pela política de investimentos de longo prazo do Governo federal, sendo a principal instituição financeira de fomento do País, tendo como objetivos básicos: impulsionar o desenvolvimento econômico e social do País, fortalecer o setor empresarial nacional; promover o crescimento e a diversificação das exportações.” (FORTUNA, 1995, p. 22).

Com base na Lei n. 5.662 de 21 de junho de 1971, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) afirma-se como empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio. Desde 1999, vincula-se ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, e seu objetivo é “apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país. Desta ação resultam a melhoria da competitividade da economia brasileira e a elevação da qualidade de vida da sua população” (BNDES, 2007b, p. 1).

Um exemplo de atuação do banco é que, as empresas brasileiras de máquinas e equipamentos precisam do suporte financeiro do BNDES para enfrentar, até mesmo no mercado brasileiro, a concorrência dos produtos estrangeiros financiados no longo prazo pelos respectivos *Eximbanks*. Na prática o direcionamento do crédito é um dos principais instrumentos que os governos dispõem para atender a diferentes demandas da sociedade. Possui ainda a vantagem de poder prescindir ou substituir o uso de recursos fiscais, sem grande perda de eficácia. (TORRES FILHO (2007, p. 3)

MISSÃO

Promover o desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, com geração de emprego e redução das desigualdades sociais e regionais.

VISÃO

Ser o Banco do Desenvolvimento do Brasil, instituição de excelência, inovadora e pró-ativa ante os desafios da nossa sociedade.”. (BNDES, Relatório de Administração, 2008).

No ano de sua fundação, o único financiamento efetivamente aprovado se destinou à Estrada de Ferro Central do Brasil. Foi o primeiro de muitos financiamentos do BNDES nos anos 50, quando o setor de energia e o de transportes absorveram 60%

dos créditos aprovados. Os 40% restantes se dividiram entre os demais ramos da indústria, como papel e metalurgia.(BNDES, 2007).

O cuidado e a agilidade com que o BNDES passou a avaliar os projetos a ele apresentados fizeram despontar no Brasil uma nova cultura de análise de viabilidade, onde a empresa seria analisada não apenas pelo cadastro de cliente, mas também pela coincidência de seus planos com a missão desenvolvimentista do Banco e pelo estudo de exeqüibilidade das propostas.

Entre seus papéis destaca especialmente dois: financiar grandes empreendimentos industriais e também empreendimentos de infra-estrutura, com especial apoio aos investimentos na agricultura, comércio, serviços e para as micro, pequenas e médias empresas. Tem como meta apoiar financiamento de longo prazo em custos competitivos “para o desenvolvimento de projetos de investimentos e para a comercialização de máquinas e equipamentos novos, fabricados no país, bem como para o incremento das exportações brasileiras. Contribui, também, para o fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas e desenvolvimento do mercado de capitais”. (BNDES, 2007, p. 2).

Os financiamentos ocorrem por meio de duas subsidiárias, a Agência Especial de Financiamento Industrial (FINAME) e a BNDES Participações (BNDESPAR), ambas criadas para “financiar a comercialização de máquinas e equipamentos e de possibilitar a subscrição de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro. As três empresas, juntas, compreendem o chamado Sistema BNDES”. (BNDES, 2007, p. 1)

A atuação da BNDESPAR é direcionada a apoiar o processo de capitalização e o desenvolvimento de empresas nacionais. A BNDESPAR atua principalmente através de participações societárias de caráter minoritário e transitório, buscando oferecer apoio financeiro às empresas brasileiras sob a forma de capital de risco e, simultaneamente, estimular o fortalecimento e a modernização do mercado de valores mobiliários.

A FINAME, subsidiária integral do BNDES, tem como missão a promoção do desenvolvimento, a consolidação e a modernização do parque brasileiro produtor de bens de capital, mediante financiamento à comercialização, no Brasil e no exterior, de máquinas e equipamentos fabricados no país. Para cumprir sua missão, a FINAME atua através de repasse de recursos a uma extensa rede de instituições financeiras credenciadas, aumentando, assim, a sua capilaridade, a sua simplicidade e a sua agilidade, atendendo a clientes de praticamente todos os segmentos produtivos. (BNDES, Relatório de Administração, 2008).

Destaca que suas linhas de apoio financeiro e seus programas existem para atender às necessidades de investimento das empresas. Considera ser de “fundamental importância, na execução de sua política de apoio, a observância de princípios ético-ambientais e assume o compromisso com os princípios do desenvolvimento sustentável.” (BNDES, 2007, p. 2).

Nos parágrafos acima, em que são colocadas a missão e a atuação do BNDES, ressalta-se que sua meta é o apoio do financiamento de longo prazo em custos competitivos para propiciar o desenvolvimento de projetos de investimentos e para a comercialização de máquinas e equipamentos novos, fabricados no país, bem como para o incremento das exportações brasileiras e que tem o objetivo de contribuir com o desenvolvimento do país. A taxa de juros final aos beneficiários dos empréstimos concedidos pelo BNDES varia conforme a forma de apoio, tipo de operação, natureza e região, sendo composto pelo custo financeiro, pela remuneração básica e pela taxa de risco de crédito.

4.2 RESGATE HISTÓRICO DO PAPEL DO BNDES - DÉCADAS 1960 A 1990

Na primeira década de existência, o BNDES contribuiu decisivamente, sobretudo com os investimentos em infra-estrutura, dando início a transformação de país eminentemente agrário a potência industrial. A própria estrutura financeira do país, na qual predominavam os bancos comerciais de crédito a curto prazo, não estava preparada para atender às demandas de financiamento exigidas pelo setor industrial. Apesar das dificuldades que se anunciavam, a modernização avançava, e o BNDES foi um dos pilares centrais que sustentou tantas mudanças (FORTUNA, 1995).

Nos anos 60, com a renúncia do Presidente Jânio Quadros, e a posse do vice João Goulart, aconteceu a ruptura em 1964, quando os militares assumiram o poder, através de um golpe militar.

Com a pressão do regime militar, redefiniu-se o planejamento estratégico econômico nacional. Centralizando o poder decisório nas mãos do Poder Executivo, o novo governo teria de enfrentar o déficit público, a alta inflacionária e a incapacidade da

estrutura financeira para responder às novas exigências de capital que a complexa economia brasileira fazia. De imediato, adotaram-se medidas de combate à inflação, reduzindo o crédito e controlando os salários e a emissão de moeda., através da lei 4.357, criou-se a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), atualizada mensalmente segundo a média móvel do índice de preços por atacado. Criada para ser uma medida transitória, a indexação (ou correção monetária, como ficou conhecida) acabou sendo incorporada como um dos instrumentos da economia brasileira a partir de 1964. (BNDES, 2007, p. 68).

O BNDES, um dos principais atores da estrutura econômica governamental, passou por mudanças significativas ante a nova estratégia adotada. Em 1964, transferiu-se do controle do Ministério da Fazenda para o do Planejamento, conservando o status de autarquia, liberando financiamentos a outros setores da economia, em especial a projetos da iniciativa privada, abrindo assim novas perspectivas de desenvolvimento.

A partir de 1965 fundou-se o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional, que vieram definir a política monetária, fixando as taxas de juro e as regras de concessão de crédito. A lei que ordenou o mercado de capitais definiu os tipos de instituição financeira, demarcando-lhes o âmbito e regulamentando as formas de captação. Dessa forma, surgiu um sistema que responderia às diferentes demandas, desde o crédito direto ao consumidor até os grandes financiamentos para as obras de infraestrutura e a indústria de base. (BNDES, 2007).

No que se refere ao financiamento de longo prazo, do lado do BNDES, conforme destacado em Tavares (1978), registrou-se, no período de vigência do PAEG (1965-67) uma forte desaceleração dos fluxos de financiamentos destinados a projetos públicos e privados, em parte devido às novas prioridades estabelecidas pelo governo e aos efeitos do programa de estabilização, e em parte pela própria escassez de recursos próprios. O BNDES não foi beneficiado com as reformas financeiras de 1964-65, com o agravante da sua relativa fragilização patrimonial ocasionada pela imobilização de vultosos recursos no financiamento ao parque siderúrgico.

Segundo Hermann (2003), a partir de 1967, quando se inicia a fase de recuperação do ciclo, e tendo em vista novas diretrizes de política econômica então adotadas, os fluxos de financiamento do BNDES iniciam a sua recuperação. Assim, sem prejuízo de suas linhas tradicionais de empréstimos voltadas para o fomento e a infra-

estrutura (sistemas viários, energia, petróleo, siderurgia, dentre outros), e considerando o retorno de financiamentos e de captação de recursos externos via Resolução 63, o banco iniciou através da FINAME o apoio a projetos de financiamento de máquinas e equipamentos à empresa privada nacional. A instituição pôde, assim, conciliar a função de instituição provedora de fundos para o setor público e para o setor privado, porém aumentando paulatinamente sua participação neste último, o qual, a partir de 1968, passou a absorver mais 50% de seus financiamentos (LAGO, 1990, p. 237).

A rigor, nos primeiros anos das Reformas, o grande beneficiário do desenvolvimento do mercado de títulos foi o próprio governo, tanto o Tesouro como o Banco Central. Através da crescente emissão de ORTN, o primeiro passou a dispor de condições não-inflacionárias para financiar o seu crescente déficit. O segundo criou um canal importante para viabilizar, mais à frente, as operações de mercado aberto, considerado o instrumento indispensável para se conquistar maior racionalidade e eficácia na gestão da política monetária.

Ocorreu uma profunda reformulação na estrutura interna do BNDES, e conseqüentemente descentralizou-se sua atuação, criando escritórios regionais. Em 1964, surgiram o Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos Industriais (Finame) e o Fundo de Desenvolvimento Técnico e Científico (Funtec).

Pelo Decreto 59 170 de setembro de 1966, o Finame se transformaria em autarquia, com o nome Agência Especial de Financiamento Industrial. Conservou-se a sigla, mas mudou-se o gênero: agora, dizia-se “a Finame”, com o intuito de aumentar a competitividade da maquinaria e do equipamento nacional, incentivando a produção (BNDES, 2007).

Coerente com sua filosofia inovadora e modernizante, o BNDES logo percebeu que empresas precisavam desenvolver-se tecnologicamente. Com o Funtec, cujo embrião foi a Quota de Educação, mais de 5 mil pessoas concluíram o mestrado.

A partir de 1967, o país superou a crise iniciada no começo da década e retomou o crescimento. Em 1968, a economia cresceu 9,3%, graças ao desempenho da indústria, que se expandiu 15,5%. O incremento baseava-se na existência de uma enorme capacidade ociosa: em 1967, a capacidade produtiva ocupada era apenas 75% do que fora em 1961.

Conforme Abreu, os anos 70 são descritos como uma época de crescimento econômico vertiginoso, rotulada de “década do Milagre Brasileiro”. Para melhor ou pior, parecia que tudo no país alcançava índices jamais vistos ou previstos. Nas cidades, o contingente populacional explodia, e surgiam novos desafios, provocados pelas enormes aglomerações.

No início de 1971 com a mudança de estatuto através da lei 5662, de 21 de junho, o BNDES passou de autarquia a empresa pública. O objetivo era ter mais flexibilidade para contratar pessoal, dispor de mais liberdade nas operações de captação e aplicação de recursos e sofrer menos interferência política.

Nesse período, deu-se início ao que viria a ser o Sistema BNDES. Este seria formado por subsidiárias, entre elas a Finame e Centro Brasileiro de Assistência Gerencial à Pequena e Média Empresa (Cebrae), criado em 1967. Anos depois o Cebrae desvincula-se do Sistema BNDES e muda sua designação para Sebrae (BNDES, 1992).

Na mesma década, o Brasil começou a erguer a usina de Tucuruí (PA), que atenderia a grande parte da demanda por energia elétrica na região Norte. Tanto Itaipu quanto Tucuruí foram contempladas com o apoio financeiro do BNDES. (PAULA, 2007)

Em 1974, o BNDES criou o Programa de Operações Conjuntas (POC). Substituindo o Fipeme no apoio às pequenas e médias empresas, o POC dava autonomia aos agentes financeiros: eles próprios faziam a análise dos pedidos de crédito e assumiam o risco das operações. A instituição também realizou contratos no campo dos componentes eletrônicos. Um deles foi assinado com a Telebrás e o Laboratório de Microeletrônica da USP, visando a fabricar lâminas de cristal de três polegadas para circuitos integrados, até então importados.

O BNDES viabilizou o setor de bens de consumo em nosso país financiando desde a produção das matérias-primas – como o alumínio e o aço – até a fabricação de bens como a geladeira, o televisor e o automóvel. Sua atuação foi e é fundamental para essas empresas, lançou seu Plano de Ação, junto com o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), o BNDES era o único órgão do governo que consignava explicitamente a necessidade de distribuir melhor a renda, aprimorar a infra-estrutura dos grandes centros, aumentar o número de empregos, atenuar os desequilíbrios regionais e controlar a inflação. Além disso, passava a dar mais ênfase à agropecuária, seguindo orientação do governo federal. A assistência ao setor se concentrou na produção de fertilizantes,

corretivos, máquinas, equipamentos, mudas e sementes selecionadas e na atualização das usinas de açúcar e álcool (BATISTA, 2002).

O BNDES foi fundamental para a integração do território nacional, financiando desde a construção de estradas vicinais para escoamento da produção agrícola até a recente modernização das principais rodovias do país.

A década de 80 foi marcada pelo retorno gradual à democracia. A abertura política se concretizava, os brasileiros voltavam a escolher seus dirigentes, os políticos cassados regressavam ao país e à vida pública. Uma reforma partidária criou novas siglas, que expressavam o novo desenho das forças sociais.

Foi nesse contexto que o BNDES adotou a prática do planejamento estratégico, com elaboração de cenários prospectivos. Em 25 de maio de 1982, pelo decreto-lei 1940, o governo do presidente Figueiredo criou o Fundo de Investimento Social (Finsocial). O objetivo era apoiar programas de alimentação, habitação popular, saúde, educação e amparo ao pequeno agricultor. Com um imposto cobrado sobre a renda, o governo tentava assim minimizar as gigantescas carências sociais do país.

O BNDES desenvolveu maior autonomia e se concentrou em obter recursos e elaborar projetos na área social. Dentre eles, estavam o assentamento de trabalhadores rurais, mediante a aplicação de recursos para a reforma agrária, e o Pró-Creche, programa destinado a apoiar as empresas no cumprimento da legislação correspondente.

Com recursos do Finsocial, construíram-se, por exemplo, escolas para meninos de rua, ou hemocentros em vários estados, reformas de presídios, construção de usinas de reciclagem de lixo em todas as regiões do país.

Em 1983, o PIB decresceu 5%, o pior desempenho desde que se criara a contabilidade da renda nacional. Como resultado, houve um declínio de 7,3% na já combatida renda *per capita* brasileira. A taxa de emprego também caiu.

Saleinta Batista (2002), o setor mais atingido foi o industrial. Nele, um dos mais afetados seria o segmento de bens de capital, área tradicionalmente apoiada pelo BNDES. Essa tendência se prolongaria por mais alguns anos. Agravando ainda mais o cenário, a queda na arrecadação do PIS-Pasep (cuja fonte era o faturamento das empresas) diminuiu o potencial do Banco para financiar projetos.

Já no setor privado, o Banco fazia o possível para incentivar as indústrias não só a exportar, mas também a continuar oferecendo alternativas nacionais para os produtos

que vinham de fora. Desse modo, permaneceria em vigor por mais algum tempo a política de substituição de importações.

O movimento pela democracia ganhou força, a campanha pelas eleições diretas para presidente da República (as “Diretas Já”) empolgou o país, embora não tenha sido suficientemente forte para quebrar o domínio dos partidos ligados ao governo. Mas, na eleição (ainda indireta) para a Presidência, Tancredo Neves surgiu como nome capaz de aglutinar a oposição e não assustar em demasia os militares.

Tancredo foi eleito em 15 de janeiro de 1985. Sua vitória simbolizou a vitória da sociedade civil e a retomada do respeito à vontade popular. Contudo, a alegria pela vitória ante os militares foi logo substituída pela preocupação com a saúde do presidente eleito, que em 21 de abril, sem ter assumido como presidente do Brasil, faleceu Tancredo Neves. Assumindo então, seu vice- presidente, José Sarney, que ficou no comando do país até 1990. O BNDES reformulou sua metodologia de planejamento de longo prazo. E através de seus estudos o BNDES previa que o Brasil obteria resultados positivos num futuro próximo, saindo da crise, e que os investimentos já feitos representavam uma base econômica sólida, sobre a qual o país viria a alcançar um novo ciclo de crescimento. E, em 1984, o PIB *per capita* se elevou 1,6%; em 1985, esse índice foi de 6%, onde o consumo interno voltou a crescer, acelerando o aproveitamento de fatores de produção ociosos.

O governo congelou os preços, fazendo a inflação cessar de um dia para o outro. O primeiro impacto sentido pela população foi o ganho real do poder de compra. Um consumo reprimido por décadas explodiu em supermercados, armazéns e empórios. Foi necessário impor o racionamento de diversos produtos, na tentativa de dividir a oferta para atender à procura.

Em 1988, promulgou-se a nova Constituição, que, apesar das críticas, ratificou em definitivo o estado de direito no país. E, em 1989, realizou-se a primeira eleição direta para presidente da República em quase trinta anos, vencida por Fernando Collor de Mello. Extinto na Constituição de 1988, o PIS-Pasep foi substituído pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), mas sua fonte continuava a ser uma parte da receita de todas as empresas do país. Como determinou a Constituição, pelo menos 40% dos recursos carreados ao FAT passaram a ser (como ocorre até hoje) direcionados para as aplicações do BNDES, em projetos que geram emprego e renda.

Em 1988, o Banco, assumindo mais uma vez o papel de vanguarda e demonstrando a capacidade de antecipar-se às exigências do país, concebeu e pôs em prática um novo conceito, a integração competitiva, iniciou o período de modernização, com a participação do BNDES, de barcas, trens de passeios e metros proporcionando uma melhor qualidade de vida à população brasileira.

O novo presidente Fernando Collor eleito em 1989 pelo voto direto, com 53% dos votos, surpreenderia o Brasil com um plano antiinflacionário ainda mais radical e heterodoxo que todos os que o precederam. Se antes a idéia era congelar os preços para conter os aumentos, agora era simplesmente cortar a oferta da moeda pelo confisco monetário de aplicações financeiras, inclusive poupanças e conta correntes. O plano não obteve sucesso, em 1992, Collor foi obrigado a renunciar, assumindo seu vice, Itamar Franco, que governou o país de 2 de outubro de 1992 a janeiro de 1995.

5. ATUAÇÃO DO BNDES PÓS PLANO REAL

De acordo com Valência (1999), sob a orientação de Fernando Henrique Cardoso, foi concebido, desenvolvido e depois implementado um novo plano de estabilização econômica. Era preciso encontrar a fórmula para recolocar o país na trilha da estabilidade e do crescimento e restabelecer enfim a confiança popular na moeda nacional, todos os valores seriam convertidos segundo uma moeda transitória, a Unidade Real de Valor (URV). A partir de então, pôde-se planejar a retomada do investimento e do desenvolvimento.

O Brasil afinal iniciava numa nova era de crescimento. Tendo o BNDES, como o banco gestor do Fundo Nacional de Desestatização. Nos anos seguintes, o BNDES coordenou a privatização da siderurgia, da energia elétrica, da petroquímica, dos portos, das rodovias e das telecomunicações.

Nos anos 90, o BNDES voltou a ter mais importância no financiamento, agora através do processo de privatização. Nos anos 90 os desembolsos do BNDES foram destinados quase que totalmente ao setor privado, já na década de 80 ocorria o contrário, de 1980 a 1985 mais da metade dos desembolsos do banco destinava-se ao setor público. Foram privatizadas diversas empresas estatais do setor industrial, como das siderúrgicas e de produtos químicos. (BATISTA, 2002).

Nos anos seguintes, o BNDES coordenou a privatização da siderurgia, da energia elétrica, da petroquímica, dos portos, das rodovias e das telecomunicações. Em 1993, por exemplo, já encerrara a privatização de todas as oito grandes empresas siderúrgicas, com o leilão da CSN, da Cosipa, da Companhia Siderúrgica de Tubarão, da Piratini, da Acesita, da Cosinor e da Açominas e com o início do processo de liquidação da Siderbrás, a *holding* que controlava o setor (FREITAS e PRATES, 2007).

Com a criação do Conselho Nacional de Desestatização, em 1995, o BNDES passa a privatizar serviços de utilidade pública, principalmente nas áreas de energia elétrica e de telecomunicações. Mesmo que já tinha a incumbência de apoiar técnica, administrativa e financeiramente o Programa Nacional de Desestatização (PND), o Banco passou a exercer a mesma função em relação aos processos estaduais de desestatização, especialmente a partir de 1997.

A partir de 1997, o Banco também se reestruturou para ampliar as operações de apoio ao exportador. O Programa de Financiamento à Exportações de Máquinas e Equipamentos (Finamex), criado em 1991, transformou-se em BNDES que, além dos projetos de grande envergadura, passou a estar disponível para operações destinadas a pequenas e médias empresas em todos os setores da economia (VALÊNCIA 1999).

Ainda em 1997, o BNDES financiou a exportação de equipamentos para a hidrelétrica de Três Gargantas, uma das maiores usinas chinesas, com capacidade 50% superior à de Itaipu.

Ressalta Gremaud e Vasconcellos (2007), no início do ano de 2000, empresas significativas para a história nacional como foram o Banespa e a Petrobras também se viram incluídas no Programa de Desestatização (no caso da Petrobras, com a venda de um lote de ações excedentes do controle da União) e contribuíram para que o valor arrecadado no ano atingisse R\$ 14,4 bilhões. A oferta pública de ações ordinárias da Petrobras (28,3% do capital votante), coordenada pelo BNDES, resultou numa receita de R\$ 7,2 bilhões (US\$ 4,032 bilhões). Foi a maior oferta pública já realizada na América Latina e a terceira maior operação de mercado de capitais nos países considerados emergentes.(BNDES, 2000).

As privatizações no período de 1991 a 2002 somaram o valor de US\$ 105,3 bilhões, sendo “US\$7,2 bilhões com a receita de vendas e US\$18,1 bilhões com a transferência de dívidas. O governo federal obteve 67% do valor total, ficando o restante para as privatizações estaduais. As privatizações nos setores de telecomunicações e energia elétrica responderam cada uma por 31% do valor total obtido”. (BATISTA, 2002, p. 24).

Na tabela (1) se demonstra o desembolso realizado pelo BNDES desde 1996, que vem consolidando uma significativa participação no desenvolvimento e estruturação da economia nacional.

TABELA 1 – DESEMBOLSOS DO BNDES PARA INVESTIMENTOS FIXOS:
COMPOSIÇÃO SETORIAL - 1996-2008

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Transporte terrestre	8,6	7,3	14,2	6,0	5,2	6,4	5,7	8,8	11,7	15,6	16,4	19,4	19,3
Produtos Alimentícios	4,5	3,7	3,5	6,7	4,6	6,7	5,6	5,3	4,5	5,1	6,4	6,7	10,5
Eletricidade e gás	14,9	32,2	19,4	10,1	6,3	5,6	23,7	15,2	16,3	10,6	6,9	10,7	9,8
Telecomunicações	1,7	2,3	4,7	14,5	20,5	12,3	1,7	0,7	4,1	3,6	4,2	5,2	6,8
Agropecuária	7,5	7,8	7,1	7,1	8,3	11,0	12,0	13,7	17,4	8,6	6,7	7,7	6,2
Veículo, reboque e carroceria	2,6	1,2	4,3	7,1	6,8	5,1	3,9	7,9	6,5	10,0	10,1	4,7	5,1
Construção	2,5	1,5	3,3	2,5	2,9	3,0	2,0	2,4	3,1	3,6	3,0	4,8	4,5
Indústria Extrativa	1,5	4,2	1,5	1,4	0,5	1,6	0,7	0,5	0,6	0,7	2,8	1,6	3,6
Metalurgia	5,6	5,3	3,7	5,2	7,4	6,6	2,7	3,0	1,9	2,9	4,2	4,8	3,5
Comércio	2,5	3,6	4,2	4,1	4,1	3,3	3,0	4,6	2,2	2,0	3,6	3,9	3,5
Coque, petróleo e combustível	1,7	0,6	1,4	0,7	0,1	0,3	0,5	0,1	0,2	0,4	2,7	2,8	3,5
Outros equip transporte	0,8	3,2	6,3	9,3	11,7	13,2	17,6	17,2	15,0	12,9	8,2	2,6	3,2
Química	3,6	1,6	1,6	2,0	1,6	2,5	2,3	3,1	1,1	2,2	2,1	2,9	2,4
Máquinas e equipamentos	2,3	2,0	3,1	2,5	2,7	2,6	2,5	1,4	2,1	4,2	3,3	2,6	1,8
Ativ imobili, profissional e adm	1,5	0,9	1,6	1,2	0,6	0,7	0,8	1,1	0,7	1,1	1,0	1,3	1,6
Ativ financeira e seguro	7,4	1,5	1,0	1,0	0,8	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1	0,5	0,4	1,4
Têxtil	1,4	1,7	1,9	2,0	1,5	1,1	0,8	1,2	0,4	0,5	0,3	0,5	1,0
Borracha e plástico	1,8	1,5	1,4	1,1	0,8	0,9	0,6	0,7	0,7	1,0	0,9	1,7	1,0
Máq. aparelho elétrico	1,9	0,8	1,6	0,8	1,2	0,8	0,6	0,7	0,5	1,4	1,3	1,3	1,0
Equip info, eletrônico, ótico	0,8	0,5	0,6	1,0	0,7	1,2	0,9	0,2	0,4	1,4	1,7	1,3	1,0
Celulose e papel	5,3	3,0	2,1	1,6	1,4	4,5	3,4	1,3	2,6	3,0	4,5	2,8	0,9
Água, esgoto e lixo	1,7	0,4	0,5	0,5	0,8	0,4	0,5	0,8	0,6	0,7	0,8	1,0	0,9
Transporte aquaviário	2,0	0,9	0,8	0,8	0,5	0,5	0,7	1,8	1,7	0,9	0,9	1,1	0,7
Couro, artefato e calçado	1,4	0,6	0,3	0,2	0,5	0,5	0,8	1,2	0,4	0,3	0,6	0,3	0,7
Ativ aux transporte e entrega	0,6	1,5	0,7	1,0	1,6	1,7	0,8	0,7	0,8	1,7	1,1	1,6	0,7
Mineral não metálico	2,4	1,6	0,9	0,6	0,8	0,7	0,6	0,9	0,7	0,5	0,8	0,7	0,6
Informação e comunicação	0,2	0,1	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,7	0,6
Bebidas	4,3	3,9	2,6	1,6	0,6	1,5	0,6	0,6	0,3	1,1	0,7	0,6	0,6
Madeira	0,8	0,8	0,6	0,6	0,9	0,8	0,6	0,8	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6
Produto de metal	1,1	0,7	0,9	1,1	0,5	0,7	0,9	0,8	0,6	0,8	0,7	0,8	0,6
Confec, vestuário e acessórios	0,2	0,2	0,3	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4
Saúde e serv social	0,5	0,4	0,7	0,9	1,3	0,6	0,6	0,6	0,4	0,3	0,8	0,6	0,3
Farmoquímico, farmacêutico	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,9	0,3
Administração Pública	0,9	0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,2	0,3
Móveis	0,3	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3
Educação	0,5	0,4	0,6	0,9	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1
Alojamento e alimentação	1,2	0,7	0,5	0,4	0,4	0,5	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Outras ativ serviços	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

Produtos diversos	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1
Gráfica	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Artes, cultura e esporte	0,5	0,4	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manutenção, reparação, instal.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Transporte aéreo	0,0	0,0	0,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,2	0,0	0,0
Fumo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Organismos internacionais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: BNDES

Como indica a Tabela 1, o BNDES tem acompanhado as necessidades estruturais pelas quais passaram o país nas duas últimas décadas. O setor de eletricidade e transportes sempre tiveram lugar de destaque nos desembolsos, espelhando as necessidades de infra-estrutura que emperram o crescimento do país. O total de recursos para apenas para estes dois setores representou 29,8% do total dos desembolsos do BNDES em 2008.

Com relação ao setor de telecomunicações, a privatização do sistema Telebrás exigiu pesados investimentos por parte das concessionárias, que demandaram grande volume de recursos do BNDES entre os anos de 1999 e 2001, respondendo por 14,%, 20,% e 12,3% dos desembolsos respectivamente.

Além disso, podemos verificar que o BNDES tem apoiado diversos outros setores importantes da economia, desde a indústria extrativista, de transformação, além dos demais setores de infra-estrutura, além do comércio e serviços.

Com tudo isso, o BNDES, que realizara cerca de 30 mil operações de financiamento na primeira metade da década de 90, fez no ano 2008 cerca de 204 mil operações, das quais 180 mil com as micro, pequenas e médias empresas (MPME). Em se tratando de volumes, do total de R\$ 90,8 bilhões em desembolsos, R\$ 21,8 bilhões foram destinados às MPME.

Comprometido com o desenvolvimento sustentável, o BNDES deu mais um passo para aprimorar suas iniciativas de indução à proteção do ambiente: desde o início da década de 90, as operações de financiamento passaram a receber classificação segundo a relevância do impacto ambiental. Estabeleceram-se condicionantes específicas para apoio a setores que causam maior impacto ambiental, como a produção de ferro-

gusa, as serrarias, a exploração de matas nativas, o garimpo e a mineração com lavra rudimentar.

Na Tabela 2, demonstra-se a taxa de investimento global, também denominada Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF), e a participação do BNDES neste processo no período de 1996 à 2008.

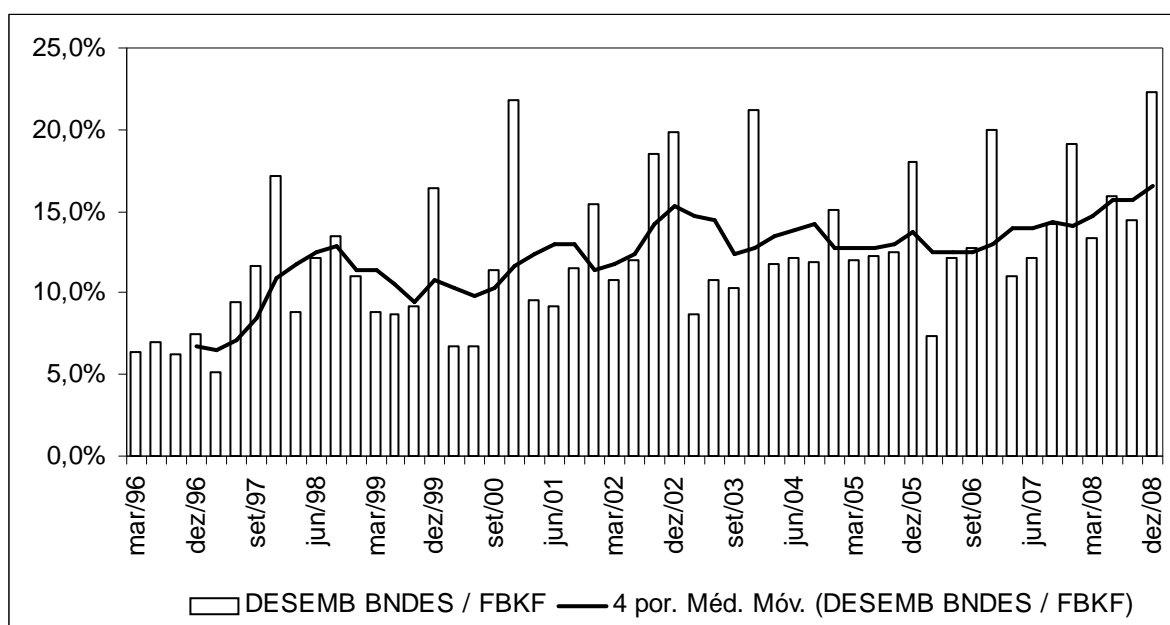
TABELA 2 – TAXA DE INVESTIMENTO GLOBAL E PARTICIPAÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES PARA A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO – (EM R\$ MIL CONSTANTES)

PERÍODO	DESEMBOLSOS BNDES (A)	FBKF (B)	PIB (C)	TAXA DE INVEST. % (B) / (C)	BNDES / FBKF (%) % (A) / (B)
mar/96	2.031	31.824	185.696	17,1%	6,4%
jun/96	2.450	35.164	202.822	17,3%	7,0%
set/96	2.318	36.922	216.436	17,1%	6,3%
dez/96	2.873	38.472	239.011	16,1%	7,5%
mar/97	1.988	38.212	213.531	17,9%	5,2%
jun/97	3.930	41.386	232.514	17,8%	9,5%
set/97	4.929	42.394	240.815	17,6%	11,6%
dez/97	7.047	41.143	252.287	16,3%	17,1%
mar/98	3.615	40.775	228.583	17,8%	8,9%
jun/98	5.267	43.250	249.212	17,4%	12,2%
set/98	5.750	42.583	249.543	17,1%	13,5%
dez/98	4.359	39.566	251.937	15,7%	11,0%
mar/99	3.503	39.767	242.965	16,4%	8,8%
jun/99	3.700	42.502	266.224	16,0%	8,7%
set/99	3.827	41.788	265.163	15,8%	9,2%
dez/99	7.021	42.689	290.648	14,7%	16,4%
mar/00	3.441	51.226	269.432	19,0%	6,7%
jun/00	3.246	48.568	291.157	16,7%	6,7%
set/00	5.522	48.652	300.857	16,2%	11,4%
dez/00	10.836	49.705	318.036	15,6%	21,8%
mar/01	5.323	55.810	307.199	18,2%	9,5%
jun/01	5.195	56.554	324.112	17,4%	9,2%
set/01	6.386	55.507	324.864	17,1%	11,5%
dez/01	8.312	53.902	345.961	15,6%	15,4%
mar/02	6.068	56.536	337.752	16,7%	10,7%
jun/02	7.155	59.449	369.954	16,1%	12,0%
set/02	11.409	61.832	372.592	16,6%	18,5%
dez/02	12.787	64.344	397.523	16,2%	19,9%
mar/03	5.508	63.491	390.687	16,3%	8,7%
jun/03	6.704	62.201	420.009	14,8%	10,8%
set/03	6.757	65.402	429.996	15,2%	10,3%
dez/03	14.564	68.621	459.257	14,9%	21,2%
mar/04	8.508	72.122	447.966	16,1%	11,8%
jun/04	9.500	78.513	486.374	16,1%	12,1%
set/04	9.737	81.653	489.672	16,7%	11,9%
dez/04	12.090	80.229	517.485	15,5%	15,1%
mar/05	9.463	79.123	496.941	15,9%	12,0%

jun/05	10.511	85.931	534.850	16,1%	12,2%
set/05	11.173	89.360	541.560	16,5%	12,5%
dez/05	15.834	87.823	573.887	15,3%	18,0%
mar/06	6.772	91.970	546.807	16,8%	7,4%
jun/06	11.478	95.080	581.037	16,4%	12,1%
set/06	12.924	101.492	604.177	16,8%	12,7%
dez/06	20.144	100.786	637.776	15,8%	20,0%
mar/07	11.271	102.523	608.143	16,9%	11,0%
jun/07	13.439	111.102	647.434	17,2%	12,1%
set/07	17.090	120.478	655.292	18,4%	14,2%
dez/07	23.092	121.110	686.742	17,6%	19,1%
mar/08	16.359	122.801	665.643	18,4%	13,3%
jun/08	21.521	134.961	729.586	18,5%	15,9%
set/08	22.106	152.589	747.337	20,4%	14,5%
dez/08	30.891	138.406	747.152	18,5%	22,3%

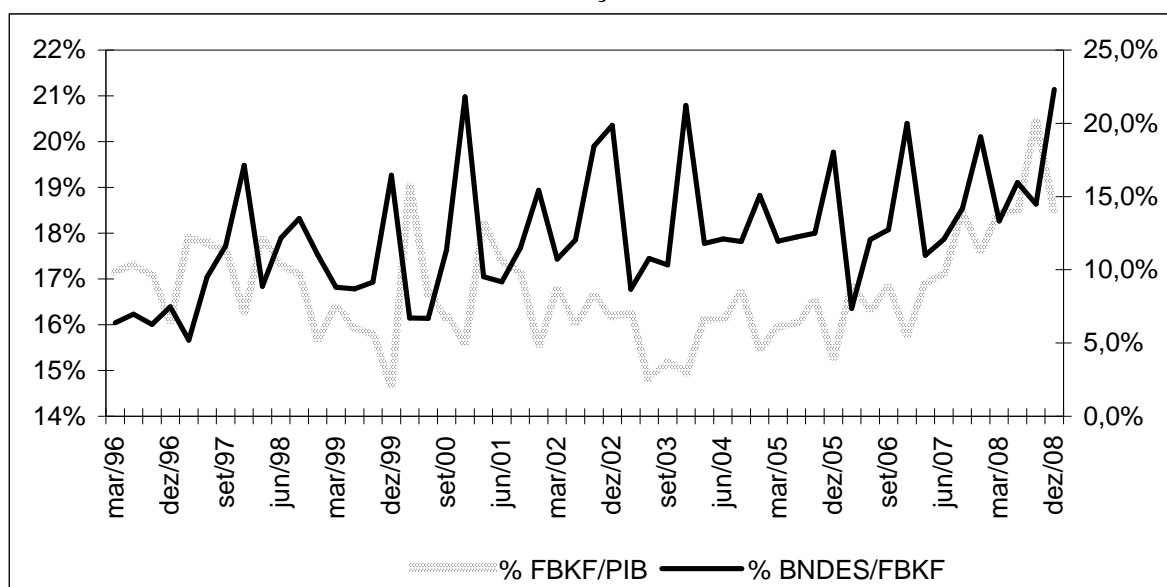
Fonte: (1) Área de Planejamento do BNDES. (2) Ipeadata. Fonte Primária: IBGE, Departamento de Contas Nacionais.

GRÁFICO 1 – DESEMBOLSOS DO BNDES/FBKF POR TRIMESTRE E MÉDIA MÓVEL DE 4 TRIMESTRES



Fonte: (1) Área de Planejamento do BNDES. (2) Ipeadata. Fonte Primária: IBGE, Departamento de Contas Nacionais.

GRÁFICO 2 – FBKF/PIB E A PARTICIPAÇÃO DO BNDES



Fonte: (1) Área de Planejamento do BNDES. (2) Ipeadata. Fonte Primária: IBGE, Departamento de Contas Nacionais.

Podemos verificar uma forte retração na FBKF no ano de 1999, tanto no que diz respeito aos desembolsos do banco quanto no que se refere à taxa de investimento global. Verifica-se uma relevante retração econômica, pois a taxa de investimento global recuou, entre 1998/99, de 17,8% para 14,7%.

PLATTEK (2001) considera que a retração presente em 1999 é consequência da mudança de orientação da política econômica, especialmente no que diz respeito à frente externa. Admite que “tanto a mudança de regime cambial ocorrida no período de janeiro a meados de março de 1999 quanto à elevação dos juros nominais e as medidas de ajuste fiscal que já vinham sendo implementadas concorreram para o desaquecimento” anteriormente mencionado. Foram adiados planos de investimentos privados devido às mudanças acima mencionadas e por causa do endividamento externo, em reais, dos agentes privados como consequência da desvalorização cambial. Quanto ao BNDES, em 1999, este acompanhou o desempenho do restante da economia.

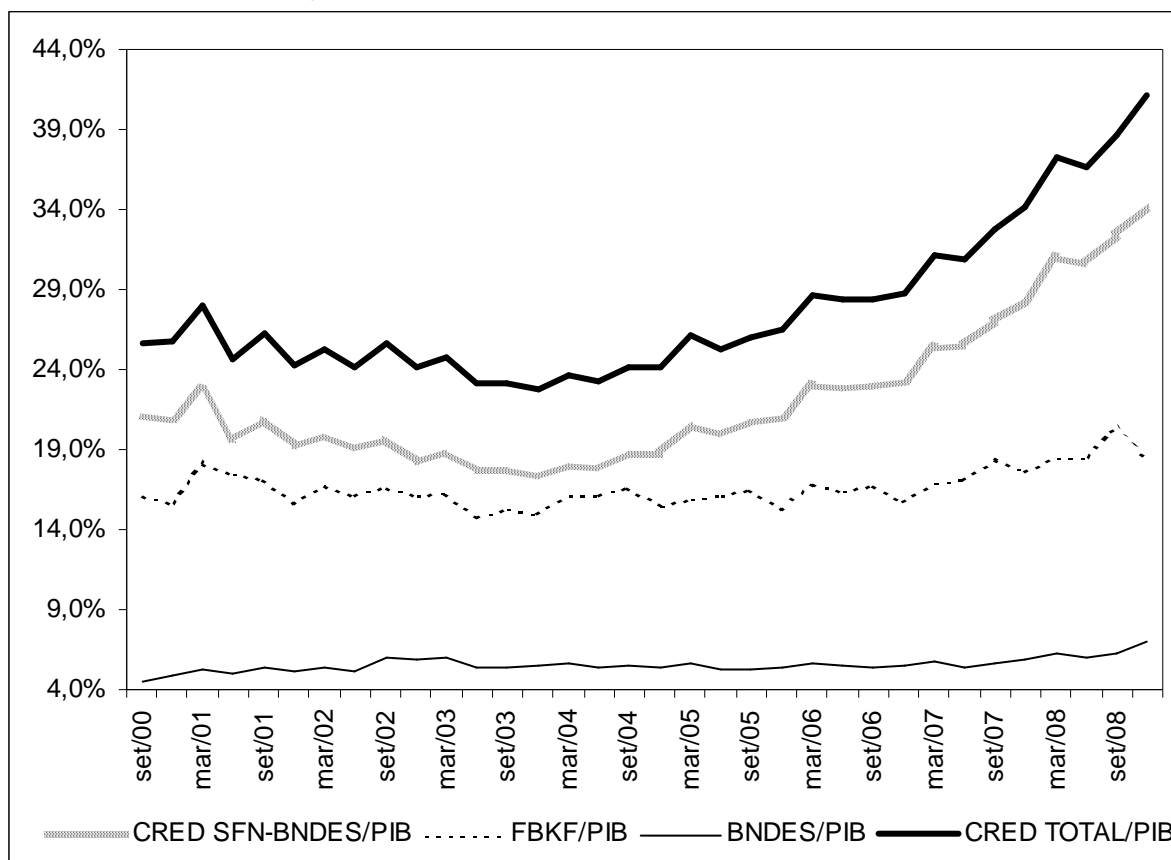
Após uma forte recuperação da taxa de investimento já no ano de 2000, quando atingiu 19% do PIB, esta recuou para o patamar médio de 15% em 2003, quando então iniciou uma trajetória ascendente e consistente, que atingiu um patamar médio de 19% em 2008.

TABELA 3 - CONTRIBUIÇÃO DO BNDES DE 2000 À 2008 EM RELAÇÃO AO PIB E A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

Período	TOTAL CRED/ PIB	BNDES/ PIB	SFN-BNDES/ PIB	FBKF/ PIB
set/00	25,6%	4,6%	21,1%	16,2%
dez/00	25,7%	4,9%	20,8%	15,6%
mar/01	28,0%	5,3%	22,7%	18,2%
jun/01	24,6%	5,0%	19,7%	17,4%
set/01	26,2%	5,4%	20,8%	17,1%
dez/01	24,3%	5,1%	19,2%	15,6%
mar/02	25,3%	5,3%	19,9%	16,7%
jun/02	24,2%	5,1%	19,1%	16,1%
set/02	25,6%	6,0%	19,6%	16,6%
dez/02	24,2%	5,9%	18,3%	16,2%
mar/03	24,8%	5,9%	18,8%	16,3%
jun/03	23,1%	5,4%	17,8%	14,8%
set/03	23,1%	5,4%	17,7%	15,2%
dez/03	22,8%	5,5%	17,3%	14,9%
mar/04	23,6%	5,7%	17,9%	16,1%
jun/04	23,3%	5,4%	17,9%	16,1%
set/04	24,2%	5,5%	18,7%	16,7%
dez/04	24,1%	5,3%	18,8%	15,5%
mar/05	26,2%	5,6%	20,5%	15,9%
jun/05	25,3%	5,3%	20,0%	16,1%
set/05	26,1%	5,3%	20,7%	16,5%
dez/05	26,4%	5,4%	21,0%	15,3%
mar/06	28,6%	5,6%	23,0%	16,8%
jun/06	28,3%	5,5%	22,8%	16,4%
set/06	28,3%	5,4%	22,9%	16,8%
dez/06	28,7%	5,4%	23,3%	15,8%
mar/07	31,1%	5,7%	25,4%	16,9%
jun/07	30,9%	5,4%	25,5%	17,2%
set/07	32,7%	5,6%	27,1%	18,4%
dez/07	34,1%	5,8%	28,2%	17,6%
mar/08	37,3%	6,3%	31,0%	18,4%
jun/08	36,6%	6,0%	30,6%	18,5%
set/08	38,6%	6,2%	32,4%	20,4%
dez/08	41,1%	7,0%	34,1%	18,5%

Fonte: BACEN, 2009

GRÁFICO 3 – PARTICIPAÇÃO DO BNDES NA EVOLUÇÃO DO CRÉDITO E EVOLUÇÃO DA FBKF, AMBOS SOBRE O PIB



Fonte: BACEN, 2009.

Segundo Torres Filho (2007), o crédito ao setor privado no Brasil, quando comparado à experiência de outros países, apresentou, no período 1990-2006, duas características marcantes. A primeira foi a de ser escasso. O saldo dessas operações correspondeu, em média, a apenas 27% do PIB. Esse indicador é muito inferior ao observado em economias em desenvolvimento de outros continentes.

Outra característica do crédito brasileiro foi sua elevada volatilidade. Entre setembro de 2000 e dezembro de 2006, a proporção entre os saldos das operações de crédito com o setor privado e o PIB não superou 30%, conforme apresenta-se na tabela (3) acima. Em seu pior momento, chegou, no início dos anos 90, a atingir níveis inferiores a 15%. Em termos internacionais, a volatilidade apresentada pelo crédito brasileiro foi de magnitude elevada, somente comparável nos anos 90, à apresentada por outros países latino-americanos e do leste europeu.

Ao longo de sua história, o BNDES vem desempenhando vários papéis importantes no mercado de crédito, principalmente como financiador de longo prazo de investimentos na indústria e na infra-estrutura, bem como das exportações brasileiras de bens e serviços. Isso se analisa e se apresenta nas Tabelas 2 e 3 acima e na Tabela 4 abaixo, onde fica evidenciado a evolução e a sua contribuição em relação ao crédito total do SFN a partir do ano 2000 até o final de 2008 e em relação a Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF), e ao PIB.

TABELA 4 - OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO - SALDO COM RECURSOS LIVRE E DIRECIONADOS

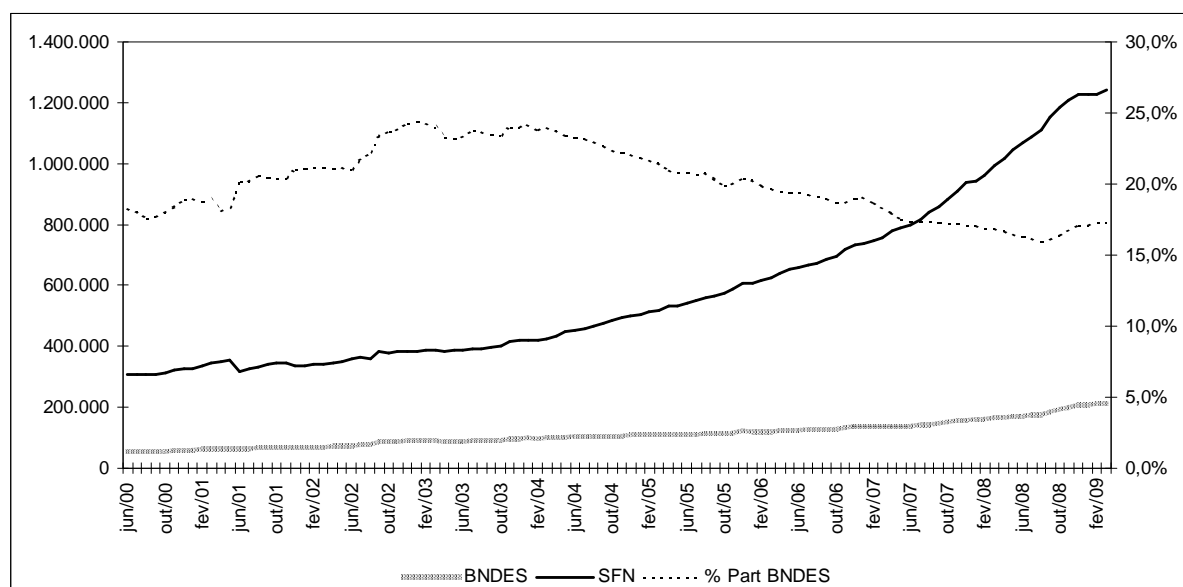
Período	Recursos direcionados										Total geral
	BNDES				Rural			Habitação	Outros	Total	
	Direto	Repasses	Total	BNDES/SFN	Bancos/agências fomento	Cooperativas	Total				
jun/00	30.467	25.692	56.159	18,3%	20.649	336	20.985	57.474	3.182	137.800	307.011
jul/00	30.342	25.883	56.225	18,1%	20.481	318	20.799	57.723	3.525	138.272	309.905
ago/00	28.084	26.441	54.524	17,6%	20.357	302	20.658	57.482	3.153	135.818	310.257
set/00	27.990	26.778	54.768	17,7%	18.951	354	19.305	57.230	3.174	134.477	308.673
out/00	28.732	27.601	56.333	18,0%	19.195	414	19.610	55.569	3.178	134.689	312.895
nov/00	29.964	28.994	58.958	18,4%	19.728	476	20.204	53.469	3.193	135.823	320.782
dez/00	30.947	30.803	61.750	18,9%	20.381	492	20.872	52.858	3.203	138.684	326.826
jan/01	30.977	30.951	61.928	19,0%	20.318	496	20.814	50.791	3.207	136.740	326.686
fev/01	31.700	31.397	63.097	18,8%	20.634	476	21.110	50.664	3.239	138.110	335.278
mar/01	32.131	32.857	64.988	18,9%	20.600	489	21.089	50.667	3.256	140.001	343.913
abr/01	30.167	33.251	63.418	18,1%	20.843	511	21.354	50.320	3.280	138.372	349.563
mai/01	31.346	33.670	65.016	18,3%	21.031	545	21.576	50.063	2.881	139.535	355.931
jun/01	31.668	32.915	64.582	20,2%	17.101	510	17.611	20.164	2.883	105.240	319.496
jul/01	32.142	33.381	65.523	20,2%	17.203	460	17.662	20.679	2.922	106.786	324.559
ago/01	34.029	34.539	68.568	20,6%	17.582	445	18.028	20.975	2.923	110.494	332.145
set/01	34.817	34.965	69.783	20,5%	18.348	518	18.865	21.429	2.948	113.025	340.660
out/01	34.741	35.351	70.092	20,4%	19.060	601	19.661	21.662	3.004	114.419	343.567
nov/01	34.636	35.648	70.284	20,4%	19.632	616	20.248	21.895	3.182	115.610	345.008
dez/01	34.632	35.930	70.562	21,0%	19.068	637	19.705	22.038	3.184	115.490	336.376
jan/02	35.012	36.285	71.297	21,1%	19.060	680	19.740	22.119	3.200	116.356	337.735
fev/02	35.758	36.163	71.922	21,2%	19.744	705	20.449	22.084	3.204	117.659	340.040
mar/02	35.814	36.394	72.208	21,2%	19.477	728	20.204	22.042	3.228	117.682	341.234
abr/02	36.067	36.598	72.664	21,1%	19.587	712	20.299	22.014	3.270	118.247	344.649
mai/02	37.114	37.038	74.151	21,2%	19.768	737	20.505	22.137	3.290	120.084	349.678
jun/02	38.033	37.139	75.171	21,0%	19.768	742	20.509	22.189	3.313	121.182	357.544
jul/02	40.849	38.119	78.968	21,7%	19.360	675	20.035	22.072	3.362	124.436	364.476
ago/02	41.317	38.439	79.756	22,2%	19.567	659	20.226	22.022	3.370	125.373	359.768
set/02	48.208	40.786	88.994	23,3%	20.822	752	21.574	22.347	3.437	136.352	381.789
out/02	48.269	41.568	89.838	23,7%	21.839	870	22.709	22.377	3.223	138.147	378.612
nov/02	48.906	42.046	90.952	23,8%	22.710	842	23.552	22.488	3.242	140.234	381.846

dez/02	49.841	43.590	93.430	24,3%	23.989	864	24.854	22.605	3.297	144.187	384.396
jan/03	49.934	43.980	93.914	24,4%	25.288	882	26.170	22.375	3.300	145.759	384.508
fev/03	50.438	44.114	94.552	24,3%	26.123	886	27.009	22.491	3.348	147.400	388.320
mar/03	50.031	42.762	92.793	24,0%	26.274	916	27.190	22.633	3.356	145.972	386.969
abr/03	47.723	41.483	89.206	23,3%	26.789	917	27.706	22.790	3.339	143.041	383.307
mai/03	48.127	41.464	89.590	23,2%	27.624	958	28.582	22.823	3.375	144.371	386.300
jun/03	48.826	41.549	90.375	23,3%	28.761	1.005	29.766	23.215	3.404	146.760	388.583
jul/03	50.863	42.076	92.939	23,8%	28.305	954	29.258	23.281	3.470	148.947	389.881
ago/03	50.545	42.288	92.833	23,7%	28.941	968	29.909	23.396	3.506	149.644	392.427
set/03	50.482	42.749	93.231	23,5%	30.648	1.139	31.787	23.480	3.536	152.035	397.523
out/03	50.474	43.729	94.203	23,4%	32.175	1.199	33.373	23.551	3.593	154.720	403.151
nov/03	52.605	46.503	99.108	24,0%	32.735	1.170	33.905	23.657	3.664	160.334	413.115
dez/03	52.917	47.265	100.182	24,0%	33.415	1.161	34.576	23.673	4.186	162.617	418.259
jan/04	52.917	48.143	101.061	24,2%	32.847	1.165	34.013	23.546	4.208	162.827	417.770
fev/04	50.758	49.325	100.083	23,8%	32.908	1.086	33.994	23.370	4.288	161.735	420.849
mar/04	52.135	49.620	101.755	24,0%	32.479	1.057	33.536	23.834	4.329	163.454	423.347
abr/04	53.304	50.149	103.453	23,8%	33.080	1.040	34.119	24.055	4.367	165.995	435.554
mai/04	54.244	49.900	104.143	23,4%	33.787	1.039	34.826	24.079	4.424	167.473	445.864
jun/04	55.876	49.747	105.623	23,3%	34.743	1.072	35.815	24.165	4.565	170.168	452.933
jul/04	56.080	50.017	106.097	23,2%	33.446	1.013	34.459	24.347	4.613	169.517	457.302
ago/04	56.618	50.297	106.915	23,0%	34.397	911	35.308	24.425	4.718	171.365	464.458
set/04	57.415	50.195	107.609	22,7%	35.993	1.180	37.173	24.356	4.858	173.997	473.707
out/04	57.969	51.065	109.035	22,4%	37.220	1.309	38.529	24.453	5.012	177.029	487.245
nov/04	57.501	51.976	109.477	22,2%	38.159	1.376	39.536	24.544	5.188	178.744	493.284
dez/04	59.325	50.688	110.013	22,1%	39.335	1.377	40.712	24.694	5.386	180.805	498.722
jan/05	60.400	50.192	110.592	21,9%	39.016	1.382	40.399	24.864	5.474	181.329	505.701
fev/05	60.370	50.439	110.809	21,7%	38.736	1.345	40.081	24.966	5.557	181.413	511.638
mar/05	61.120	50.804	111.924	21,5%	38.979	1.338	40.317	25.127	5.693	183.061	520.285
abr/05	60.311	51.235	111.546	21,0%	39.555	1.348	40.903	25.365	5.753	183.567	530.000
mai/05	59.516	51.689	111.205	20,8%	39.627	1.364	40.990	25.487	5.806	183.490	533.930
jun/05	59.678	52.719	112.396	20,8%	39.618	1.387	41.005	25.833	5.810	185.044	541.320
jul/05	60.314	53.423	113.736	20,7%	38.177	1.303	39.480	26.143	5.899	185.258	548.819
ago/05	61.567	54.282	115.849	20,8%	37.680	1.227	38.907	26.455	6.022	187.233	557.835
set/05	60.522	54.428	114.950	20,4%	38.700	1.301	40.001	26.857	6.043	187.851	564.357
out/05	59.890	55.008	114.898	19,9%	40.540	1.554	42.095	27.224	6.030	190.247	575.972
nov/05	62.381	55.766	118.147	20,0%	41.669	1.708	43.377	27.642	5.987	195.153	590.126
dez/05	66.251	57.849	124.100	20,4%	43.346	1.766	45.113	28.125	5.979	203.316	607.023
jan/06	65.162	58.307	123.469	20,3%	43.202	1.836	45.038	28.867	5.889	203.263	608.729
fev/06	64.130	58.463	122.593	19,9%	43.290	1.843	45.132	29.114	5.841	202.680	615.673
mar/06	65.025	58.378	123.404	19,7%	43.842	1.824	45.667	29.841	5.809	204.720	625.790
abr/06	65.858	58.377	124.235	19,5%	44.376	1.853	46.229	30.384	5.791	206.639	637.440
mai/06	67.861	59.207	127.068	19,4%	45.359	1.898	47.258	30.929	5.855	211.109	654.129
jun/06	67.310	60.168	127.478	19,4%	45.846	1.968	47.814	31.612	5.905	212.808	658.510
jul/06	68.622	60.539	129.161	19,3%	45.297	1.776	47.074	32.198	5.940	214.372	669.514
ago/06	66.685	62.056	128.741	19,1%	45.789	1.833	47.622	32.695	6.061	215.118	674.302
set/06	67.103	62.678	129.781	19,0%	47.312	2.070	49.382	33.042	6.128	218.333	684.392
out/06	67.090	63.233	130.322	18,7%	49.242	2.312	51.554	33.617	6.167	221.661	697.581
nov/06	69.263	65.162	134.424	18,7%	50.664	2.456	53.120	34.095	6.197	227.837	717.045
dez/06	71.687	67.296	138.984	19,0%	51.932	2.444	54.376	34.479	6.420	234.258	732.590

jan/07	73.232	67.655	140.887	19,1%	51.961	2.503	54.464	35.386	6.418	237.155	738.456
fev/07	72.876	67.242	140.118	18,7%	52.319	2.477	54.796	35.852	6.460	237.226	748.518
mar/07	71.298	68.148	139.446	18,4%	52.845	2.563	55.408	36.663	6.532	238.049	757.467
abr/07	70.629	69.167	139.795	18,0%	53.352	2.654	56.006	37.314	6.621	239.736	777.313
mai/07	67.995	70.379	138.374	17,5%	54.335	2.744	57.079	38.039	6.742	240.233	788.942
jun/07	67.025	72.394	139.419	17,4%	54.768	2.814	57.581	38.695	6.809	242.504	799.910
jul/07	67.358	75.027	142.385	17,4%	54.072	2.582	56.654	39.291	6.883	245.212	817.866
ago/07	70.462	76.405	146.867	17,4%	54.801	2.766	57.567	40.106	6.958	251.498	842.295
set/07	70.885	77.133	148.018	17,3%	56.267	2.993	59.260	40.778	7.021	255.077	857.327
out/07	72.981	79.021	152.002	17,2%	58.170	3.285	61.454	41.533	7.240	262.229	881.631
nov/07	74.952	81.421	156.372	17,2%	59.463	3.472	62.935	42.358	7.354	269.020	910.744
dez/07	77.778	82.196	159.974	17,1%	60.689	3.581	64.270	43.583	7.336	275.162	935.973
jan/08	77.906	83.575	161.482	17,1%	61.133	3.587	64.721	44.039	7.349	277.590	944.980
fev/08	77.982	83.987	161.970	16,9%	61.918	3.531	65.449	44.620	7.362	279.400	959.540
mar/08	81.143	86.383	167.525	16,9%	63.153	3.688	66.841	45.752	7.470	287.588	993.074
abr/08	82.123	87.854	169.977	16,7%	64.519	3.877	68.396	46.876	7.555	292.805	1.018.124
mai/08	82.863	89.599	172.462	16,5%	66.590	4.036	70.626	48.118	7.615	298.821	1.044.897
jun/08	83.588	90.561	174.149	16,3%	68.344	4.131	72.475	49.506	7.809	303.939	1.067.692
jul/08	84.122	91.938	176.060	16,2%	68.477	3.902	72.379	51.152	7.939	307.530	1.085.895
ago/08	86.944	90.824	177.768	16,0%	68.973	4.109	73.082	53.020	8.068	311.938	1.110.292
set/08	91.339	93.787	185.126	16,1%	71.003	4.784	75.787	54.977	8.200	324.089	1.152.792
out/08	98.159	96.292	194.452	16,4%	72.424	5.064	77.488	56.495	8.370	336.805	1.185.143
nov/08	103.185	98.479	201.664	16,7%	72.104	5.118	77.222	58.338	8.530	345.755	1.208.349
dez/08	107.753	101.506	209.259	17,1%	73.296	5.008	78.304	59.714	8.840	356.117	1.227.294
jan/09	108.087	101.851	209.938	17,1%	73.250	4.910	78.160	60.877	8.926	357.901	1.229.292
fev/09	110.675	101.954	212.629	17,3%	73.072	4.967	78.040	62.601	8.969	362.238	1.229.016
mar/09	112.697	102.148	214.844	17,3%	73.481	4.989	78.470	64.137	9.233	366.684	1.241.105

Fonte: BACEN, 2009.

GRÁFICO 4 – VOLUME DE CRÉDITO DO BNDES X SFN (R\$ MIL)



Fonte: BACEN

Podemos verificar que em 2003, no primeiro ano do Governo Lula, o BNDES atingiu o maior percentual de participação no total de créditos do SFN, com 24,4%, participação que reduziu-se gradativamente até atingir 16,0% em agosto de 2008, tornando a elevar-se após o estouro da crise do sub-prime americano, atingindo 17,3% de participação em março de 2009.

Em junho de 2008, o saldo dos empréstimos do BNDES montava a quase R\$ 174 bilhões. Comparativamente, no mesmo período a carteira de crédito dos três maiores bancos brasileiros, Banco do Brasil, Bradesco e Itaú, eram de R\$ 190 bilhões, R\$ 148,4 bilhões e R\$ 134,9 bilhões respectivamente.

TABELA 5 - ÍNDICES DE CORRELAÇÃO DO CRÉDITO VERSUS A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

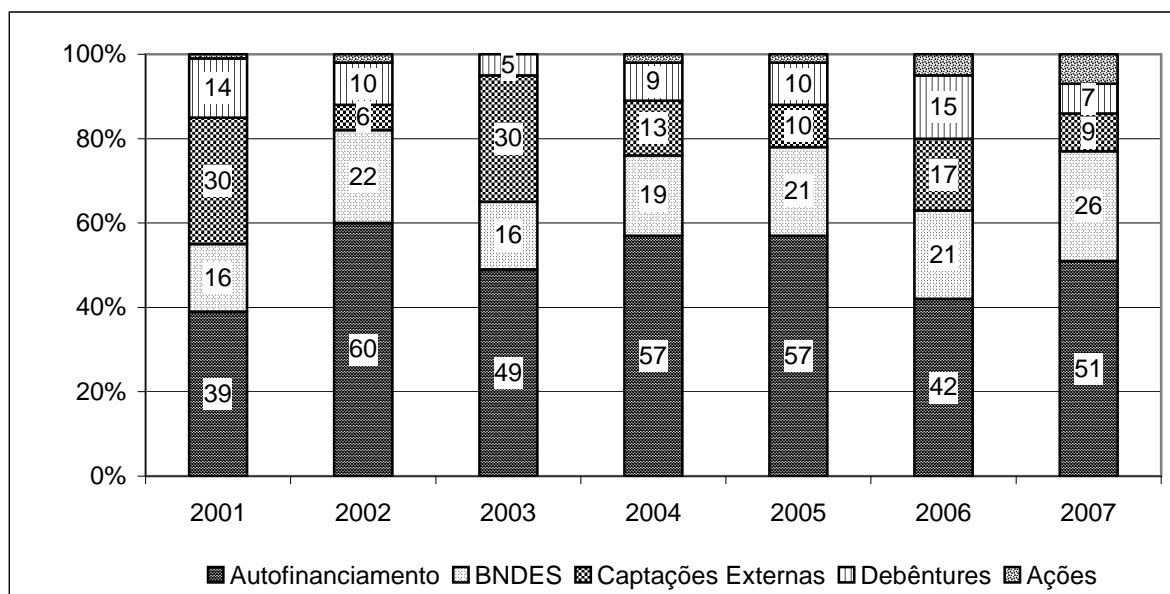
ÍNDICE DE CORRELAÇÃO FBKF / SFN-BNDES	0,83
ÍNDICE DE CORRELAÇÃO FBKF / BNDES	0,54
ÍNDICE DE CORRELAÇÃO FBKF / CREDITO	0,83

Analisando a tabela 5, observa-se que os índices em relação a Formação Bruta de Capital (FBKF), mantém uma forte correlação de 0,83 com o volume de crédito disponibilizado pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN), sendo que quando analisado apenas os desembolsos do BNDES esta correlação é de somente 0,54.

Considerando que o volume de crédito do BNDES oscilou entre 16% e 24,4% do volume total de crédito do SFN no período analisado justifica-se que em ciclos de expansão do crédito livre, houvesse um crescimento da FBKF quase na mesma intensidade, observa-se que o BNDES oferece um suporte à FBKF na sua atuação anti-cíclica no mercado de crédito.

No gráfico 5 abaixo, podemos verificar como as empresas financiaram seus investimentos no período de 2001 à 2007. Cabe salientar, que quando tratamos do auto-financiamento, nem sempre sua origem se dá através da reinversão dos lucros gerados, não sendo raro a captação de recursos de curto prazo, ou seja, não condizentes com o prazo de maturação dos investimentos (*finance*).

GRÁFICO 5 – FONTES DE RECURSOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS PARA INVESTIMENTO



Fonte: Bacen. Fontes primárias: ANBID, BACEN, Bovespa, Bloomberg, BNDES, CVM e Economática (elaboração própria). O autofinanciamento foi calculado por resíduo, através da diferença entre o investimento e a captação de recursos de terceiros.

Resumindo, a falta de investimentos foi um dos principais determinantes do baixo crescimento da economia brasileira nas duas últimas décadas, onde as taxas de crescimento do Brasil declinaram de 7,6% ao ano, entre 1966 e 1981, para 2,4% ao ano entre 1982 e 2002 e para 2,7% entre 2003 e 2006. Com esse desempenho, o Brasil deixou de ser uma das economias que mais crescia em todo o mundo, para estar entre os países de crescimento inferior à média mundial.

O Governo preocupado com este fato lançou em janeiro de 2007, o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), incluindo neste programa uma meta de investimentos de R\$ 504 bilhões a serem realizados até 2010.

O elevado volume anual de desembolsos do BNDES, frente a seus congêneres, está diretamente ligado a dois fatores. De um lado, está a importância desses financiamentos para um país que detém uma indústria de veículos automotores e de equipamentos agrícolas importantes. De outro, está a dimensão continental e a importância da produção agrícola para a economia brasileira. Essa especificidade do BNDES se deve ao fato de a instituição, no mercado brasileiro, responder praticamente sozinha, por todo o funding alocado para a compra de máquinas e equipamentos produzidos no país, e para obras civis industriais de menor porte. Esse tipo de demanda,

por ser normalmente de baixo valor unitário, pode ser atendido com financiamento de prazo de 5 a 7 anos, enquanto projetos de instalação de plantas ou de obras de infraestrutura precisam, normalmente, de 15 a 25 anos.

Em novembro de 2008, a Moody's, agência classificadora de riscos, manteve o rating do BNDES em Baa3 moeda estrangeira escala global e Aaa.br (LP) / BR-1 (CP) moeda local escala nacional. Segundo a Standard & Poor's (S&P) o rating em escala global é BBB+ (moeda local) e BBB- (moeda estrangeira). Em escala local o rating é brAAA.

As orientações estratégicas previstas no Planejamento Corporativo 2009-2014 indicam direcionamentos prioritários voltados à concretização da visão de futuro e da missão do BNDES. Abaixo seguem as orientações estratégicas estabelecidas:

- Ampliar os ativos totais e fortalecer a estrutura patrimonial do BNDES;
- Atuar de forma abrangente e com foco preciso em cada uma das áreas do Banco;
- Enfatizar: a) a ampliação de capacidade produtiva e a inovação; b) o desenvolvimento regional e o desenvolvimento sócio-ambiental, a partir de uma abordagem integrada dessas dimensões; c) a geração de emprego; d) o fortalecimento da gestão e da governança de empresas brasileiras; e e) o fortalecimento da presença internacional de empresas brasileiras.;
- Priorizar investimentos em infra-estrutura e o desenvolvimento sócio-ambiental do entorno territorial dos projetos;
- Apoiar iniciativas e investimentos de modernização de instituições, empresas e agências públicas;
- Estreitar relacionamento com o Congresso Nacional, com os provedores de recursos institucionais públicos e com os órgãos de controle, de regulação e de supervisão bancária;
- Desenvolver, ampliar e diversificar as fontes de recursos no país e no exterior, em parceria com a indústria financeira e o mercado de capitais;
- Utilizar instrumentos financeiros de forma integrada, dando ênfase aos instrumentos de renda variável;

- Aperfeiçoar as metodologias de gestão, avaliação e precificação de risco de projetos e empresas, tendo como parâmetros a prudência bancária e a relação retorno/risco, para o apoio a projetos em setores considerados estratégicos;
- Implantar a gestão integrada de recursos, processos e ativos do Banco, em função das necessidades de cada uma de suas áreas de atuação, com o uso intensivo de novas tecnologias; e
- Valorizar as pessoas promovendo o conhecimento e a capacidade analítica e operacional do corpo funcional.

O BNDES tem hoje um moderno portal na Internet, com marca própria, prestando contas à sociedades sobre a administração responsável dos recursos públicos. De forma detalhada, o portal disponibiliza dados sobre a atuação do Banco, as linhas de financiamento e a forma de acessá-las, bem como o acervo de conhecimento produzido pela instituição. Destaca-se ainda a página do “BNDES Transparente”, na qual se podem consultar todos os contratos e todas as compras da instituição.

A realidade brasileira seria outra não fosse a presença modernizadora do BNDES no processo de industrialização. Assim como atuou na área econômica, apoiando produção, a indústria, a infra-estrutura, os serviços, a exportação e a tecnologia, o Banco está hoje em condições de também apoiar as novas aspirações de justiça social e desenvolvimento cultural no Brasil. Com cerca de 2.000 funcionários, um ativo de R\$ 277 bilhões e carteira de créditos da ordem de R\$ 215 bilhões, o BNDES poderá dar o impulso decisivo a essa nova etapa do desenvolvimento do país, como tantas outras vezes ocorreu ao longo do primeiro meio século de atividade.

CONCLUSÃO

A vasta literatura que se refere ao financiamento do desenvolvimento, revela a dificuldade de se definir a estrutura financeira ideal para a melhor alocação dos recursos escassos que dispõe um país para o financiamento de suas atividades produtivas.

As distintas teorias analisadas mostram que em economias em desenvolvimento o mercado não é suficiente para garantir o fluxo de crédito de longo prazo necessário para o esforço de mudança qualitativa e quantitativa que o desenvolvimento exige. Embora Shaw e McKinnon tenham mostrado que há importantes ineficiências na intervenção do estado no financiamento, mesmo aquelas economias com maior grau de desenvolvimento (e.g. a economia dos Estados Unidos) buscam meios institucionais de garantirem o funding adequado para o financiamento do desenvolvimento, não deixando esta decisão simplesmente à mercê do mercado financeiro privado.

No caso do Brasil, grandes foram os entraves, desde antes da reforma institucional de 64-65, que levaram o sistema financeiro privado a adotar uma postura curto-prazista em relação a alocação do crédito junto aos agentes do sistema produtivo. Começando pela Lei da Usura, passando pela inaptidão na análise e suporte de projetos de longo prazo, pela inflação elevada, pelo desenfreado crescimento da dívida pública, que saturou o sistema financeiro e premiou a busca pela liquidez, até as questões institucionais que não criaram regras propícias para que os bancos direcionassem seus recursos de forma adequada às necessidades de funding do sistema produtivo, muitas foram as ações que tentaram, em vão, mudar o perfil da firma bancária. Não seria justo julgarmos, ex-post, as medidas adotadas, pois todas elas constam das teorias econômicas, como soluções para os casos apresentados.

Passando por todas estas dificuldades, temos a figura do BNDES, único agente do sistema financeiro nacional provedor de funding adequado para a execução de projetos de longo prazo. Foi mostrado neste estudo, que o investimento produtivo guarda forte correlação com o crédito em geral, e que, em momentos de expansão da atividade financeira, como ocorreu no período recente, anterior ao estouro da bolsa imobiliária americana, grandes discussões se dão em torno da importância do BNDES para a economia, e os impactos negativos que o direcionamento do crédito para determinados

setores e empresas ditos privilegiados, trazem para a alocação eficiente dos recursos na economia como um todo.

Foi possível identificar, que o BNDES tem uma forte atuação anti-cíclica no mercado de crédito. Considerando sua participação direta no investimento produtivo, é possível se afirmar, apesar de não fazer parte desta pesquisa a análise empírica deste fato, que se não fosse a figura do BNDES, as oscilações da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) seria muito mais intensas que as registradas no Brasil, já aquém do que é julgado ideal para o crescimento econômico necessários para o país sem causar distorções inflacionárias.

Os dados nos mostram que, apesar da redução da participação do BNDES no mercado de crédito, é cada vez maior sua influência na Formação Bruta de Capital Fixo, o que nos permite considerar a hipótese que o mercado de crédito privado continua direcionando seus recursos para operações de curto prazo. Não podemos nos esquecer ainda dos projetos de maior maturidade, principalmente àqueles voltados para a indústria de grande porte e de infra-estrutura, que não dispõe de outra fonte de financiamento no mercado de crédito a não ser os provenientes do funding do BNDES.

Diante destas considerações, sendo o Brasil um país em desenvolvimento, com grandes desafios, principalmente na área de infra-estrutura, a serem superados, podemos sugerir duas alternativas de direcionamento da política de desenvolvimento. A primeira poderia definir de forma mais clara o papel dos Bancos do Investimento, que poderiam acessar o não desprezível volume de recursos dos fundos constitucionais, tais como FGTS, PIS, Pasep, FAT, entre outros, além dos recursos das fundações de previdência privada, desde que para alocação exclusiva nos financiamentos de longo prazo. A segunda, e ao que parece a alternativa escolhida pelo atual governo para a consecução dos seus objetivos, é o direcionamento de mais funding para o BNDES, pois até que possamos atingir um nível de investimento adequado ao crescimento que o país necessita, há de se direcionar o montante necessário dos escassos recursos do sistema de crédito para o financiamento produtivo, ao invés do crédito para o consumo. Um dos poucos agentes do mercado que se dispôs a fazer este papel até o momento é o BNDES, reforçando sua importância para a economia brasileira.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Marcelo de Paiva. Inflação, estagnação e ruptura: 1961-1964 . In: ABREU, Marcelo de Paiva et al. **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana**, 1889-1989 , p. 206-207. 1993.
- ALDRIGHI, Dante Mendes. **On the irrelevance of corporate financial policy**. The American Economic Review, v. 64, n. 6, p. 851-866, Dez. 1974.
- _____. **Financiamento e desenvolvimento econômico: teorias e a experiência coreana**. São Paulo, IPE/USP, 1997.
- _____. **Information and the change in the paradigm in economics**. The American Economic Review, v. 92, n. 3, p. 460-501, jun. 2002, v. 79, n. 2.
- _____. **Algumas das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros**. Disponível em:< <http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A005.pdf>> Acesso em: 23 jun. 2007.
- _____. **Uma avaliação das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros**. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 26, p. 137-157, 2006.
- AMSDEN, Alice. **Crecimiento y estabilización em Core: 1962-1984**. El trimestre Económico, v. LV, n. 3, 1988.
- ANDREZZO, A. F. & LIMA, I. S. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. São Paulo, Pioneira, 1999.
- BAHRY, T. R. & PORCILE, G. **Os ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968-1999**. Rio de Janeiro, Revista de Estudos Contemporâneos, 8 (1): 5-32, jan./jun. 2004.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim mensal**: julho/1996, fevereiro/2001 e abril/2002.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Políticas de Crédito no Brasil**. São Paulo, 2004.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Junho/2006. **Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional**.
- BATISTA, Jorge Chami. **O BNDES e o desenvolvimento brasileiro**. Estudos e pesquisas n. 39. Rio de Janeiro: Seminário Especial 0 anos de desenvolvimento: o papel do BNDES e do Banco do Nordeste- 1952-2002, 2002.
- BNDES – **Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social**. A empresa. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/linhas/linhas.asp> Acesso em: 10 junho 2007.

_____. **BNDES 40 anos: um agente de mudanças**. Rio de Janeiro, 1992.

_____. **BNDES 50 anos. : um agente de mudanças**. Rio de Janeiro, 2002.

BRASIL. *II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento)*. São Paulo, Sugestões Literárias, 1975.

_____. Ministério do Planejamento e Orçamento. **Determinantes do Investimento Privado no Brasil: 1970 – 1995**. Brasileira: IPEA, 1998.

_____. Ministério do Planejamento e Orçamento. **IPEA**. Disponível em <[HTTP://WWW.ministeriodoplanejamento/dados](http://WWW.ministeriodoplanejamento/dados)>. Acesso 20 de maio, 2009.

BRESSER PEREIRA, L. C. E NAKANO, Y. **Crescimento Econômico com Poupança Externa**. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 23, nº. 2 (90), abril-junho/2003.

BRITO, N. B. O. & PAIVA, F. A. **Bancos de Investimento: Evolução e Estrutura Financeira**. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 13, nº. 38, p. 29-49, jan./mar. 1987.

CARVALHO, F. J.. **Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós-Keynesiana**. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 10, nº. 4 (40), outubro-dezembro/1990.

_____. **Keyne's concepts of finance and funding, and structural of the financial system**. Rio de Janeiro: UFRJ, 1995.

_____. **Políticas Econômicas para Economias Monetárias**. In: *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. PAULA, L. F. R. & SICSÚ, J. (Orgs.). Rio de Janeiro, Campus, 1999.

_____. *Basel II: a critical assessment*. Institute o Economics/Federal University of Rio de Janeiro, 1 st. Draft, Feb 2005.

CARVALHO, C. E. **Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado**. *Revista de Economa Política*, São Paulo, vol. 13, nº. 1 (49), janeiro-março/1993.

CHICK, V. **Macroeconomia após Keynes**. Tradução: BOECHAT, J. C. E CAMARINHA, D. Rio de Janeiro: Forense universitária, 1993.

CIEE (Centro de Integração Empresa-Escola) **O mercado de capitais no Brasil: Desafios e entraves para seu desenvolvimento**. Coleção CIEE, São Paulo, n. 51, 2001.

CINTRA, M. A. M. **A reestruturação institucional do sistema financeiro americano**

(1980/95). *Economia e Sociedade*, Campinas, (10): 111-39, jun. 1998.

COLLINS, Susan. Comments and discussions on Korean Growth Policy. **Brooking Papers on Economic Activity**, n. 2, 1987.

COSTA, F. N. Circuito de financiamento na economia brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 9, p. 69-93, dez. 1997.

CRUZ, P. D. C. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos 70. In: *Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio Sobre a Crise*. BELLUZZO, L. G. M. & Coutinho, R. (Orgs.), Campinas, Unicamp, IE, 1998.

_____. Notas sobre o financiamento a longo prazo na economia brasileira. *Economia e Sociedade*, São Paulo: Unicamp, 2001.

CUNHA FILHO, Valter Fernandes da. Estado, política econômica e cultura desenvolvimentista: o caso do Banco de Desenvolvimento do Paraná S. A. Curitiba, 2005, 252 f. Tese (Doutorado em História)- Universidade Federal do Paraná.

DAVIDOFF, Paulo das Chagas Cruz; BAER, Mônica; GOLDENSTEIN, Lídia. **Repensando a dependência**.

DORNBUSCH, Rudiger & FISCHER, Stanley. 1991. **Macroeconomia**. São Paulo, Makron Books.

EVANS, P. **A tríplice aliança**. 2. ed. Rio de Janeiro, Zahar, 1982.

FAMA, E. F. Banking in the theory of finance. In: Thomas Mayer (Ed.) - *Journal of Monetary Economics - Monetary Theory*. Edward. England, Elgar Publishing Company. 1990.

FARHI, Maryse. Crédito, mercado de capitais e perspectivas de crescimento. **Política Econômica em Foco**. Campinas: I.E. Unicamp, n. 2, set.-dez. 2003.

FREITAS, Maria Cristina P. De.; PRATES, Daniela M. **Sistema financeiro e desenvolvimento**: as restrições das novas regras do Comitê da Basileia sobre os países periféricos (2003). Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/prebisch/pdfs/11.pdf>> Acesso em: 20 ago. 2007

FREITAS, M. C. P. A Evolução dos Bancos Centrais e Seus Desafios no Contexto da Globalização Financeira. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 30, p. 397-417, Julho-Setembro 2000.

FREITAS, M. C. P. E PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. *Economia e Sociedade*, Campinas, (27): 81-111, dez. 2001

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1995.

GOLDENSTEIN, Lúcia. **Repensando a dependência**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1994.

GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLOS, Marco A. S. De. TONETO JÚNIOR, Rudinei. **Economia brasileira contemporânea**. São Paulo: Atlas, 2007.

HERMANN, Jennifer. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSU, J. L. O; PAULA, L. F. D. Barueri, SP: Manole, Fundação Konrad Adenauer, 2003.

MELLO, Giovani Monteiro; RODRIGUES JÚNIOR, Waldery. **Determinantes do investimento privado no Brasil: 1970-1995**: Texto para Discussão n. 605. Brasília: IPEA, 1998.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, Merton. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. **American Economic Review**, n. 48, p. 261-97, 1958.

MCKINNON, Ronald I. 1973. **Money and Capital in Economic Development**. Washington D.C, The Brooking Institution.

MCKINNON, R. I. **A Moeda e o capital no desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Interciência, 1973.

MIRANDA, J. C. & TAVARES, M. C. **Brasil: estratégias da conglomeração**. In: FIORI, J.L. (Org.) - Estado e Moeda no Desenvolvimento das Nações. Petrópolis, RJ, Vozes, 1999.

NAKANE, M. I. **Concorrência e Spread Bancário: Uma Revisão da Evidência para o Brasil**. *Banco Central do Brasil, Juros e Spread Bancário no Brasil – Avaliação de 4 Anos do Projeto*, Dezembro 2003.

NAKANO, Y. **As Fragilidades do Plano Collor de Estabilização**. In: FARO, C (Org.) **Plano Collor: Avaliações e perspectivas**. Rio de Janeiro, LTC – Livros Técnicos e Científicos Ltda, 1990.

OREIRO, J. L. *et al.* **Determinantes Macroeconômicos do Spread Bancário no Brasil: Teoria e Evidência Recente**. Universidade Federal do Paraná (Departamento de Economia), 2005.

PAULA, José Benedito. **Desenvolvimento financeiro e baixa eficiência no processo de acumulação de capital**: um estudo sobre os bancos privados no Brasil na perspectiva pós-Keynesiana. Curitiba, 2007. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico)- Universidade Federal do Paraná.

PLATTEK, Mauro. Contribuição dos desembolsos do BNDES para a formação bruta de capital fixo: Uma análise para a década de 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 15, p. 103-124, 2001.

RESENDE, M. Determinantes da estrutura de mercado no setor bancário brasileiro - 1970/86. **Revista Brasileira de Economia**, v. 46, n. 2, p. 211-22, abr./jun. 1992.

REVISTA DO BNDE. *BNDE: Origem, Recursos, Estrutura e Funcionamento*. Rio de Janeiro, v. 1, nº. 1, 1964.

_____. **Contribuição dos Desembolsos do BNDES para a FBCF: uma análise para a década de 90.** Rio de Janeiro, 2001.

_____. **BNDES 50 ANOS - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Rio de Janeiro, 2002.**

STIGLITZ, Joseph. A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. **American Economic Review**, v. 59, n. 5, p. 784-93, dec. 1969.

_____. On the Irrelevance of Corporate Financial Policy. **The American Economic Review**, v. 64, n. 6, p. 851-866, dec. 1974.

_____. Information and the change in the paradigm in economics. **The American Economic Review**, v. 92, n. 3, p. 460-501, jun. 2002, v. 79, n. 2.

STIGLITZ, Joseph; WEISS, Andrew. Credit rationing in markets with imperfect information, **American Economic Review**, p. 393-410, 1981.

STIGLITZ, Joseph; GREENWALD, B. **Rumo a um novo paradigma em economia monetária**. São Paulo: Francis, 2004.

STUDART, R. **Investment finance in economic development**. London: Routledge, 1995.

_____. Financial opening and deregulation in Brazil in the 1990s moving towards a new pattern of development financing? **The Quartley Review of Economics and Finance**, n. 40, p. 24-44, 2000.

_____. The efficiency of financial systems liberalization and economic development. **Journal of Post Keynesian Economics**, Winter, 1995-96, v. 18, n. 2.

_____. O sistema financeiro do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. **Rev. de Econ. Pol.**, v. 13, n. 1, jan. Mar. 2003.

_____. **Financiamento do Desenvolvimento**. In: GIAMBIAGI ET AL. (Orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.

TAVARES, M. C. & BELLUZZO. **Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil.** In: BELLUZZO, L. G.M. E COUTINHO, R. (Orgs.) - *Desenvolvimento Capitalista no Brasil. Ensaios Sobre a Crise.* Campinas: Unicamp, IE, 1998.

TEIXEIRA, N. G. **Origem do Sistema Multibancário Brasileiro: das reformas dos anos 60 à crise dos anos 80.** Campinas, Unicamp , 2000.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Os bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. **BNDES, Visão do Desenvolvimento**, n. 28, p. 1-8, 10 maio 2007.

VALENCIA, Adrián Sotelo. **Dependência e desenvolvimento:** as falácias do endogenismo. Disponível em:< <http://www.uff.br/cpgeconomia/v1n2/adrian.pdf>> cesso em 10 set. 2007.

VIANNA, Sérgio Besserman. Política econômica externa e industrialização: 1946-1951. In: ABREU, M. de P. (Org.). **A ordem do progresso cem anos de política econômica republicana 1889-1989.** Rio de Janeiro: Campus, 1990, p. 102-122.

WICKSELL, A. Por uma macroeconomia não reducionista: uma perspectiva de longo prazo. In: **Economia e sociedade**, n. 1. Campinas, São Paulo: Unicamp, 1994.

ZYSMAN, John. **Governments, markets and growth:** financial system and politics of industrial change. Ithaca: Cornell University Press, 1983.

_____. How institutions create historically rooted trajectories of Growth. **Industrial and Corporate Change**, v. 3, n. 1, p. 243-283, 1994.