



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – INSTITUTO DE ECONOMIA –
IE/UFRJ**

O BNDES nos anos 1990: uma análise keynesiana

FELIPE CERQUEIRA GUTH

Rio de Janeiro

2006

O BNDES NOS ANOS 1990: UMA ANÁLISE KEYNESIANA

FELIPE CERQUEIRA GUTH

Dissertação apresentada ao Corpo Docente do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof^a. Jennifer Hermann

Outubro/2006

O BNDES NOS ANOS 1990: UMA ANÁLISE KEYNESIANA

FELIPE CERQUEIRA GUTH

Dissertação apresentada ao Corpo Docente do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas

BANCA EXAMINADORA:

Jennifer Hermann (orientadora)

IE/UFRJ

Ernani Teixeira Torres Filho

IE/UFRJ

Dulce Corrêa Monteiro Filha

BNDES

Outubro/2006

*Aos meus pais, Klaus e Leila, que
sempre colocaram a formação dos
filhos acima de tudo*

AGRADECIMENTOS

Essas são as páginas mais difíceis dessa dissertação. A dificuldade de enfrentá-las (aliada ao meu comodismo, é verdade) foi responsável por quase um ano de atraso na entrega da versão final desse trabalho. Aqui eu registro meus sinceros agradecimentos a pessoas muito queridas que foram imprescindíveis para o resultado final de quase 3 anos de mestrado.

À minha orientadora, Jennifer, essa economista brilhante que soube conferir a objetividade que frequentemente me faltava, sem com isso tolher minha liberdade de buscar novos caminhos. Seu rigor e precisão analítica, sem prejuízo para a construção de uma sincera amizade, foram responsáveis por fazer dessa dissertação um trabalho melhor do que eu imaginava ser capaz de fazer.

Ao Fred, meu irmão, meu amigo e principal referência em minha vida. A convivência de três anos morando juntos fez nossas calorosas discussões iniciais convergirem para opiniões mais sensatas e bem fundamentadas de ambos os lados. Fico feliz de constatar que hoje é possível ver muito das idéias de um no outro.

Aos meus pais, pelo apoio incondicional, fundamental para minha decisão de fazer mestrado. Eles tiveram uma participação em minha formação e nessa dissertação maior do que imaginam. Em razão de minha falta de jeito com palavras, poucas vezes eles têm a oportunidade de ouvir de mim o quanto os amo, mas espero que eles saibam ler esse sentimento em minhas ações.

Aos meus amigos de mestrado, muito mais família do que colegas. Graças a eles, pude desenvolver um pouco mais meus confusos pensamentos sobre economia em divertidas discussões à mesa do bar ou em reuniões regadas por cerveja e muita alegria. Estou certo de que a distancia e o tempo não serão capazes de apagar as maravilhosas lembranças de nossos momentos juntos. Dentre tantos amigos, gostaria de agradecer especialmente à Vivi, ao Xandão, à Camila e à Maria Carolina. Sem essas pessoas notáveis eu não teria resistido ao primeiro semestre do curso. Não por causa dos freqüentes momentos de dificuldade acadêmica, mas porque a rotina estafante dos cursos não seria suportável sem a companhia deles.

Por fim, gostaria de agradecer à Shanna, antes uma grande amiga, depois minha namorada, agora minha mulher, meu porto seguro, meu aconchego. Acima de tudo, fonte de inspiração e admiração. Nada que eu seja capaz de escrever estaria a altura de sua importância nessa jornada. Seu companheirismo, mesmo em momentos em que eu não merecia, me deu forças quando elas me faltavam e me inspirava quando as idéias fugiam. Seu jeito doce e feliz até hoje me espantam e a leveza de sua agradável companhia faz de mim uma pessoa melhor e mais feliz. Obrigado por tudo, mas especialmente por ser assim, do jeitinho que você é.

Resumo

Esta dissertação faz uma análise, sob perspectiva keynesiana, da atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ao longo dos anos 1990, quando o país passa a adotar uma estratégia de desenvolvimento de corte liberal no lugar da estratégia de desenvolvimento baseada em substituição de importações, vigente até os anos 1980. A partir da teoria keynesiana do financiamento ao investimento demonstra-se a importância de se dispor de mecanismos capazes de alocar o estoque de riqueza financeira no financiamento de longo prazo. Na falta de mecanismos apropriados de financiamento do investimento, os investidores recorrem a mecanismos alternativos que geram fontes de instabilidade capazes de interromper o processo de crescimento econômico. Os bancos de desenvolvimento constituíram, especialmente no Segundo Pós-Guerra, alternativas exitosas a economias que, como a brasileira, não foram capazes de criar mecanismos privados de financiamento de longo prazo. No caso brasileiro, contudo, a análise mostra que nos anos 1990, o BNDES sofreu transformações que comprometeram sua funcionalidade ao processo de crescimento econômico. Ele se distanciou de seu papel histórico, adaptando-se à estratégia liberal de desenvolvimento e incorporando metodologias típicas do setor privado em sua atuação.

Palavras-chave: teoria keynesiana do financiamento, financiamento de longo prazo, bancos de desenvolvimento, BNDES.

Abstract

This thesis analyzes, in a keynesian perspective, the Brazilian Development Bank (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES) during the 1990's. In this period Brazil adopts a liberal development strategy in substitution of the imports substitution model, adopted until the 1980's. Using the Keynesian Theory it is demonstrated the importance of mechanisms capable of allocating the financial wealth into long term investment finance. In the absence of these mechanisms the investors use alternative ones that create instabilities able to interrupt the economic growth. In the Post Second War development banks were successful alternatives to economies that, like Brazilian's, were not capable to create private long term finance instruments. In Brazil, however, the analysis shows that in the 1990's BNDES suffered changes that compromised his functionality to economic growth process. The Bank adapted itself to the liberal development strategy using typical private sector methodologies.

Keywords: keynesian theory, long term finance, development banks, BNDES.

Sumário

Introdução	10
Capítulo 1 – Financiamento do Investimento na Teoria Keynesiana	17
1.1 Introdução	17
1.2 Teoria do financiamento ao investimento	19
1.2.1 Notas sobre a teoria do juro e a teoria da preferência por liquidez	20
1.2.2 <i>Finance</i>	22
1.2.3 <i>Funding</i>	25
1.2.4 Por quê não é natural o surgimento de financiamento de longo prazo	27
1.2.5 Mecanismos Alternativos de <i>Finance</i> e <i>Funding</i>	32
1.3 Sistemas Financeiros	36
1.3.1 Sistema Financeiro baseado em Mercado de Capitais	37
1.3.2 Sistema Financeiro baseado no Crédito Privado	40
1.3.3 Modelo de Sistema Financeiro baseado em Crédito Público	43
1.4 Considerações Finais	44
Capítulo 2 – Origem e Evolução dos Bancos de Desenvolvimento	46
2.1 Introdução	46
2.2 O que são Bancos de Desenvolvimento	49
2.3 Origens do Banco de Desenvolvimento	54
2.4 Do Segundo Pós-Guerra aos anos 1980	58
2.4.1 Estrutura de Propriedade	60
2.4.2 <i>Funding</i> e Mobilização de Recursos Financeiros	60
2.4.2 Alvos	62
2.4.4 Importância dos BD's no período	66
2.5 Liberalização Financeira	70
2.6 Anos 1990: inflexão	76
2.6.1 Estrutura de propriedade	78
2.6.2 <i>Funding</i>	79
2.6.3 Critérios de seleção	80
2.6.4 Empréstimos	81
2.6.5 Setores alvo	82
2.7 Considerações Finais	82
Capítulo 3 – BNDES: da criação à crise dos anos 1980	84
3.1 Introdução	84
3.2. BNDES: criação até período pré-reformas (1952-1963)	85
3.3. Reformas de 64/66	95
3.3.1. O SFB e a estrutura de financiamento pré-reformas financeiras de 1964/67	95
3.3.2. Um novo modelo de sistema financeiro para o país	97
3.3.3. Sucessos e fracassos da reforma financeira	99
3.4. BNDES, 1964 a 1989	102
3.4.1. Período de 1964 a 1973 – Diversificação	102
3.4.2. Período de 1974 a 1979 – II PND	108
3.4.3. Período 1979 a 1989 – Crise	116
3.4. Considerações Finais	123
Capítulo 4 – O BNDES nos anos 1990: uma análise keynesiana	126
4.1 Introdução	126
4.2 Um novo modelo de desenvolvimento para o Brasil	128
4.2.1 Programa Nacional de Desestatização	129
4.2.2 Liberalização Comercial	133
4.2.3 Liberalização Financeira	139

4.2.4 Plano Real	149
4.3 O BNDES nos anos 90	151
4.3.1 Aspectos gerais	153
4.3.2 Exportação	163
4.3.3 Privatizações.....	168
4.3.4 Métodos privados de análise de risco e reestruturação patrimonial.....	172
4.4 Considerações Finais	190
Conclusão	192
Apêndice 1 – Investimento x Poupança	200
Apêndice 2 – Contribuição dos Desembolsos do Sistema BNDES para o PIB e para Formação Bruta de Capital Fixo – 1952 a 2003.....	201
Referências Bibliográficas	203

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Participação do setor de infra-estrutura no total dos empréstimos concedidos pelos BD's, 1948-1991	63
Tabela 2 – Setores da indústria de maior participação nos desembolsos.....	65
Tabela 3 – Participação dos Bancos de Desenvolvimento no Investimento Manufatureiro Total, 1970 - 1990.....	67
Tabela 4 – Taxas médias de crescimento anual do produto manufatureiro.....	70
Tabela 5 – Sistema BNDES: participação por atividade nas aprovações (1952-1963).....	90
Tabela 6 – Participação dos desembolsos do Sistema BNDES na formação bruta de capital fixo (FBCF) e no PIB, entre 1953 e 1963	92
Tabela 7 – O SFB após as reformas de 1964-1967.....	98
Tabela 8 – Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES	103
Tabela 9 – Sistema BNDES: participação por atividade nas aprovações (1964-1973).....	105
Tabela 10 – Participação do Finame nos desembolsos do Sistema BNDES	107
Tabela 11 – Sistema BNDES: desembolsos por atividade (1973-1979).....	112
Tabela 12 – Índices de Nacionalização dos Equipamentos em Projetos Financiados pelo Sistema BNDE	114
Tabela 13 – Participação dos desembolsos do Sistema BNDES na formação bruta de capital fixo (FBCF).....	115
Tabela 14 - Indicadores macroeconômicos selecionados	118
Tabela 15 – Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES (1979-1990).....	120
Tabela 16 – Atuação do BNDES (anos 50 aos anos 80).....	123
Tabela 17 – Privatização: Resultados e Dívida Transferida – 1991/2000	133
Tabela 18 – Tarifa Nominal de Importação Brasileira – 1985 a 1990.....	134
Tabela 19 – Tarifa Nominal de Importação Brasileira – 1991 a 1995.....	135
Tabela 20 – Coeficiente de Penetração: Importação/Produção, 1989 a 1998	137
Tabela 21 – Coeficiente de Abertura: Exportação/Produção, 1989 a 1998	138
Tabela 22 – Indicadores do Mercado de Capitais	144
Tabela 23 – Participação das empresas mais negociadas no total de negócios no mercado à vista da Bovespa, 1991-1997	145
Tabela 24 – Indicadores do Mercado de Crédito do Brasil, 1989 – 2005.....	147
Tabela 25 – Participação do Governo na FBCF e ns Desembolsos do BNDES	155
Tabela 26 – Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES (1989-2003).....	157

Tabela 27 – BNDES - Evolução dos Desembolsos por setor de atividade	160
Tabela 28 – Operações Indiretas, anos selecionados	163
Tabela 29 – Participação do BNDES-exim no Total de Desembolsos do Sistema BNDES.....	167
Tabela 30 – Desembolsos do Sistema BNDES no Âmbito do Pepe - 1996-1998	170
Tabela 31 – Resultados Acumulados 1991 - 2001	171
Tabela 32 – Evolução dos recursos do BNDES destinados ao Setor Público e dos investimentos do governo (1991-1999)	172
Tabela 33 – Spread Básico do BNDES (em % a.a)	177
Tabela 34 – Spread de Risco cobrado pelo BNDES	177
Tabela 35 – Evolução da taxa de inadimplência, anos selecionados	179
Tabela 36 – Lucratividade do Ativo, 1991 a 2000.....	180
Tabela 37 – Modelo de 2003: Composição do Spread do BNDES, excluindo o custo do funding	181
Tabela 38 – Estrutura do Pasivo do BNDES, anos selecionados.....	184
Tabela 39 – Grau de alavancagem (Patrimônio Líquido/Ativo Total)	189

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Participação dos setores público e privado nos desembolsos do BNDES (1952-1979).....	114
Gráfico 2 – Evolução dos desembolsos do BNDES – 1978 a 1990.....	119
Gráfico 3 – Evolução da Balança Comercial Brasileira	139
Gráfico 4 – Desembolsos do BNDES 1986 – 2001	157
Gráfico 5 – Participação de títulos e empréstimos externos no passivo do BNDES, 1990 – 2005	183

Introdução

Desde sua criação até hoje, o BNDES tem sido de fundamental importância para viabilizar o crescimento econômico no Brasil. Diante do baixo grau de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, ao longo de seus 54 anos de existência, o Banco foi a única instituição no Brasil a conceder crédito em prazos adequados ao financiamento do investimento. Além disso, o Banco foi um importante instrumento do Estado para a execução dos principais planos de desenvolvimento do país, direcionando seu crédito de acordo com as diretrizes estratégicas das políticas governamentais.

Entre 1974 e 1979, por exemplo, seus desembolsos representaram, em média, 11,17% a.a. da formação bruta de capital fixo (FBCF) total do país e financiaram, em média, 28,3% a.a. da FBCF da indústria. No entanto, tal como aponta Diamond (1960) em relação a outros bancos de desenvolvimento, o fato desses recursos terem sido disponibilizados em condições particulares e para empresas e setores estratégicos, lhe confere uma importância maior que o volume de recursos sugere.

Nos anos 90, contudo, o BNDES sofre alterações em sua forma de atuação tanto no que se refere aos setores apoiados, quanto à forma de seleção dos projetos. As mudanças no Banco estão associadas à sua adequação a uma nova estratégia de desenvolvimento, que começou a ser implementada no país a partir do governo Collor, em 1990, e foi aprofundada nos dois governos Fernando Henrique Cardoso.

Nesse processo, o país abandonou um modelo de desenvolvimento baseado na atuação do Estado liderando o processo de crescimento econômico, em substituição a outro, baseado no mercado e na inserção do Brasil no mercado globalizado, e onde o peso do Estado na economia seria severamente reduzido. Nesse novo modelo, o papel do BNDES também seria

redefinido. Se antes a atuação do Banco estava pautada por uma política de desenvolvimento de novos setores e mercados, nos anos 1990 ele passou a adotar métodos de seleção dos projetos baseados na relação risco/retorno, aos moldes dos sistemas utilizados em bancos privados.

Esse movimento traz sérias implicações para a funcionalidade do Banco ao crescimento econômico, uma vez que, apesar dos esforços do governo, o sistema financeiro brasileiro ainda carece de mecanismos privados de financiamento de longo prazo. A relevância disso reside no fato de que, na falta de financiamento adequado aos projetos de investimento (de longo prazo), os investidores recorrem a métodos de financiamento que geram fontes de instabilidade capazes de deprimir a demanda efetiva e interromper o processo de crescimento econômico.

Tendo isso em vista, o objetivo da dissertação é *fazer uma análise crítica, sob uma perspectiva keynesiana, da atuação do BNDES ao longo dos anos 90*. A hipótese básica que orienta a análise é de que, nos anos 90, o Banco se distanciou de seu papel histórico, adaptando-se à estratégia liberal de desenvolvimento e incorporando metodologias típicas do setor privado em sua atuação.

Para tanto, o presente trabalho partirá das seguintes premissas:

- a) No período do pós-guerra, os bancos de desenvolvimento constituíram uma alternativa exitosa a diversas economias que, como o Brasil, visavam se industrializar rapidamente e, no entanto, não foram capazes de desenvolver mecanismos privados de financiamento de longo prazo.
- b) O cenário nos anos 90 é radicalmente distinto daquele observado até os anos 70. Por um lado, o objetivo da industrialização, que motivou a criação do BNDES, bem como a maioria dos bancos de desenvolvimento hoje existentes, fora alcançado. Por outro lado, as possibilidades em termos de financiamento, se tornaram mais amplas nos anos 1990.
- c) No Brasil, a despeito de possíveis falhas, o parque industrial brasileiro é completo (o país “internalizou” todos os setores, inclusive o de bens de capital) e, em diversos segmentos, moderno; o que coloca em questão a própria finalidade do banco.

- d) Nos anos 90, o sistema financeiro brasileiro (SFB) é mais desenvolvido do que o observado entre 1950 e 1980, possuindo um mercado de capitais mais estruturado e um sistema bancário mais robusto, baseado em bancos universais. Contudo, esse desenvolvimento do SFB **não foi capaz de dotar o país de mecanismos privados de financiamento de longo prazo.**

Esses fatores questionaram os objetivos e forma de atuação do BNDES, gerando impactos sobre seu papel na economia brasileira.

A análise será desenvolvida a partir da teoria keynesiana e, em especial, na teoria keynesiana do financiamento ao investimento. Como coloca Carvalho (2005, p.27) o ponto de partida da abordagem keynesiana em relação ao financiamento do investimento é muito simples; assim como ocorre com qualquer gasto, para realizar o investimento, em primeiro lugar o empresário necessita de liquidez. Em posse desses recursos ele realiza o investimento, adquirindo os bens de capital e insumos referentes ao seu projeto de investimento. Em seguida, o empresário precisa ser capaz de fazer com que seu passivo – por exemplo, uma dívida adquirida na primeira fase – tenha prazos compatíveis com a rentabilidade esperada de seu ativo – o investimento. Tendo em vista que investimentos produtivos normalmente possuem um longo prazo de maturação e, ainda, que investimentos de maior retorno tendem a ter prazo de maturação mais longo (LEVINE, 1997, p.692), é essencial para o crescimento econômico que se garanta disponibilidade de recursos na forma de passivos financeiros de longo prazo aos investidores.

Portanto, segundo a teoria keynesiana, dado um nível de demanda agregada que torne o investimento uma alternativa atrativa, o que possibilita que a decisão de investimento seja concretizada é a existência de financiamento em condições adequadas de prazos e custos.

No entanto, em decorrência de sua própria natureza, o financiamento de longo prazo está sujeito a maiores riscos e incertezas e, portanto, deverá constituir a etapa mais difícil do processo de financiamento do investimento. Diante da natural preferência dos agentes por

ativos mais líquidos e dado o longo período médio de maturação dos investimentos, é menos provável que os agentes queiram manter seu estoque de riqueza na forma de financiamento a um investimento de longo prazo, um ativo de menor liquidez e maior risco. Além disso, problemas informacionais, como a existência de risco moral e seleção adversa no sistema financeiro, levam a uma oferta de crédito abaixo da ideal.

Para alguns setores específicos, as dificuldades de se obter financiamento de longo prazo são ainda maiores. É o caso dos investimentos em infra-estrutura, pesquisa e desenvolvimento (P&D) e de pequenas e médias empresas, setores que em decorrência das externalidades positivas que geram, normalmente resultam em retornos sociais maiores que os retornos privados.

Diante disso, governos de diversos países cujos sistemas financeiros eram pouco desenvolvidos – e particularmente, não possuíam mecanismos de financiamento de longo prazo – criaram instituições como bancos de desenvolvimento para atender suas necessidades de financiamento de longo prazo de suas economias. Especialmente no Segundo Pós-Guerra, em países como França, Japão, Korea, México, Turquia e Brasil, entre outros, essas instituições tiveram um papel fundamental na construção de condições de financiamento dos investimentos e, aliadas a outros instrumentos, viabilizaram a industrialização nesses países.

No Brasil, desde sua criação, o BNDES foi a principal instituição de financiamento do processo de industrialização, baseado na estratégia de substituição de importações, liderada pelo Estado. Com as reformas de 64/67, os governos militares da época pretendiam criar o arcabouço institucional para o desenvolvimento do mercado de capitais, de forma a transformá-lo na fonte de financiamento de longo prazo para os investimentos no país.

A despeito desses esforços e de uma reforma bancária implementada em 1988 – que criou os bancos universais no Brasil – o país não foi capaz de desenvolver um sistema privado

de financiamento do longo prazo¹. Dessa forma, o BNDES, juntamente com o crédito externo, foram (e ainda são) as principais fontes de financiamento de longo prazo para a economia brasileira ao longo de sua industrialização.

A partir do final dos anos 70, e mais intensamente nos 80, contudo, a mudança do cenário internacional e das condições macroeconômicas levaram ao questionamento do modelo de desenvolvimento adotado até então, baseado na forte presença do Estado na economia. Por um lado, a estratégia de substituição de importações, que conduziu todo o processo de industrialização do Brasil desde o período do entreguerras, havia se esgotado com a maturação dos projetos de investimento do II PND. Por outro lado, essa estratégia de desenvolvimento foi apoiada em uma estrutura de financiamento que, apesar da atuação do BNDES, era bastante dependente do crédito externo. Isso implicava o aumento da fragilidade externa da economia, que se materializou com reversão da liquidez internacional causada pelo choque na taxa de juros americana, em 1979. Com isso, o Brasil, assim como diversos outros países com elevada dívida externa, amargou nos anos 1980 uma severa crise de liquidez externa e crise financeira do Estado.

Por fim, mas não menos importante, cabe ressaltar a emergência nos anos 1990, de teorias econômicas de corte liberal, que propunham amplos processos de liberalização financeira como estratégia de desenvolvimento, e que foram implementados em diversos países em desenvolvimento, inclusive o Brasil.

Assim, no âmbito da estrutura de financiamento do país, o processo de liberalização financeira dos anos 1990 resultou na ampliação da disponibilidade de mecanismos de financiamento para as economias que o adotaram. De modo geral, foram difundidos mecanismos de financiamento como mercados de capitais e os bancos universais, além, é claro, de terem sido ampliadas as oportunidades de captação externa. Contudo, ao contrário do

¹ Essa é uma constatação da qual parte a análise, de forma que não faz parte dos objetivos desta dissertação analisar as causas dessa limitação do SFB.

observado em alguns países que também implementaram essas reformas, no Brasil, elas não resultaram em ampliação do crédito ao investimento ou no desenvolvimento significativo do mercado de capitais. Ou seja, tendo em vista o baixo grau de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, o BNDES continua sendo, desde sua criação, a única fonte doméstica de financiamento de longo prazo para o investimento.

Não obstante, as transformações no sistema financeiro internacional, além das transformações internas, passaram a questionar a funcionalidade dos bancos de desenvolvimento enquanto instrumento de financiamento e promoção do desenvolvimento econômico. Diante disso, aumentou significativamente a pressão para a mudança da atuação dos bancos de desenvolvimento, ou mesmo pela sua privatização. No caso do BNDES, durante a década de 1990, o Banco passou por profundas mudanças associadas à adoção pelo Brasil da nova estratégia de desenvolvimento e que aproximaram sua atuação à de um banco de investimento privado.

Para a análise dessas questões, a dissertação será dividida em quatro capítulos. O primeiro capítulo fará uma exposição da teoria keynesiana do financiamento do investimento, mostrando por quê não é natural o surgimento espontâneo de mecanismos privados de financiamento de longo prazo. Com isso, pretende-se neste capítulo, apresentar a racionalidade teórica para a existência de bancos de desenvolvimento.

O segundo capítulo pretende oferecer uma exposição mais detalhada do que vem a ser um banco de desenvolvimento. Serão apresentadas sua origem e evolução histórica, com destaque para o papel desempenhado por eles a partir do Segundo Pós-Guerra e a inflexão geral desse papel a partir do movimento de liberalização financeira.

Os dois últimos capítulos serão dedicados ao BNDES. O terceiro capítulo fará uma breve exposição da atuação histórica do Banco desde sua criação, em 1952, até o fim dos anos 1980. Será destacado o seu papel como executor da política industrial, fomentando e apoiando

novas atividades e setores estratégicos, além de sua atuação no financiamento da industrialização, como única instituição a financiar a longo prazo os investimentos na indústria e na infra-estrutura.

Tendo em vista as transformações da economia e do sistema financeiro nacional e internacional, o quarto capítulo buscará fazer uma análise da atuação do BNDES durante a década de 1990. Para tanto, primeiramente será feita uma breve descrição das reformas aqui implementadas – de abertura comercial, liberalização financeira, de privatização e da política econômica que passou a priorizar a baixa inflação em detrimento do crescimento econômico –, as quais caracterizaram a nova estratégia de desenvolvimento adotada pelo Brasil nos anos 1990. Por fim, será feita a análise da atuação do BNDES ao longo da década, com destaque para as respostas e transformações por que passou o Banco, diante das transformações na economia brasileira.

Capítulo 1 – Financiamento do Investimento na Teoria Keynesiana

1.1 Introdução

Existe consenso atualmente a respeito da importância do investimento como elemento estratégico para o crescimento econômico. Além de elevar a capacidade produtiva e a produtividade da economia, o investimento é o fator que garante a ampliação do emprego e da renda.

Para tomar a decisão de investimento, o empresário leva em conta a expectativa de rendimentos futuros que o investimento lhe proporcionará em contraposição aos custos de aquisição, uso e manutenção dos bens de capital que compõem o investimento. Esses dois elementos nos dão a eficiência marginal do capital. A eficiência marginal do capital é definida como a taxa de desconto que iguala o valor presente de todos os rendimentos futuros do investimento com o preço de oferta do bem de capital (KEYNES, 1985, p.101).

No entanto, uma vez que o valor dos investimentos planejados freqüentemente superam os recursos disponíveis dos investidores, estes costumam financiá-lo, dividindo seu custo ao longo do tempo por meio de empréstimos ou emissão de títulos. Para o investidor, é economicamente justificável tomar empréstimos até o ponto em que os juros pagos pelo empréstimo se igualem aos retornos esperados do investimento. Ou seja, enquanto a eficiência marginal do capital for maior que a taxa de juros cobrada no financiamento do investimento em questão, vale a pena realizá-lo.

No entanto, a comparação da eficiência marginal do capital com o custo do investimento, que inclui o custo do seu financiamento, não é suficiente para a decisão de investimento. Os agentes que possuem recursos superiores ao utilizado no consumo corrente

podem optar por investir, emprestar, ou entesourar estes recursos, conforme as vantagens relativas de cada opção. Uma vez que o objetivo dos empresários ao exercer a atividade econômica é o lucro, então, a decisão de investir não se diferencia muito da aquisição de qualquer outro ativo que se valoriza. Isto é, o investimento compete pela preferência dos empreendedores com os demais ativos que se valorizam, sejam eles reais, financeiros ou monetários. (STUDART, 1988, p.31).

Assim, não basta para o investidor saber se o diferencial entre a eficiência marginal do capital e seu custo de financiamento é positivo. Ele deverá comparar esse diferencial com a rentabilidade líquida de outros ativos, em particular, ele deve compará-la com a taxa básica de juros, que remunera títulos da dívida pública, um ativo sem risco de crédito. Dessa forma, a taxa básica de juros é referência para o investidor à medida que constitui um custo de oportunidade para os recursos aplicados no investimento.

Dado um nível de demanda agregada que torne o investimento uma alternativa atrativa, o que possibilita que a decisão de investimento seja concretizada é a existência de financiamento e suas condições.

Isto posto, o presente capítulo tem como objetivo fazer uma exposição sobre a teoria keynesiana do financiamento ao investimento. A partir dela, é possível compreender o papel dos bancos de desenvolvimento no processo geral de financiamento da atividade econômica e, portanto, no crescimento.

O capítulo será composto de quatro seções, sendo esta introdução a primeira delas. A segunda seção será dedicada à apresentação da abordagem keynesiana do financiamento ao investimento. Nessa seção, será necessário fazer uma breve descrição da teoria da preferência por liquidez e da determinação da taxa de juros, para que se possa compreender o papel do sistema bancário no processo de financiamento. Em seguida serão expostos os conceitos de *finance* e *funding*, que definem o esquema de financiamento proposto por Keynes, ressaltando

o papel dos bancos comerciais no processo e as origens das dificuldades envolvidas no financiamento de longo prazo. Por fim, serão analisados alguns esquemas alternativos de financiamento do investimento e as dificuldades que podem surgir neste processo.

A seção seguinte é dedicada à exposição dos modelos de sistema financeiro desenvolvidos no pós II Guerra, destacando a forma como se dá o financiamento dos investimentos em cada um deles. Por fim, na quarta e última seção serão feitas as considerações finais.

1.2 Teoria do financiamento ao investimento

Nesta seção será exposta detalhadamente a teoria keynesiana do financiamento do investimento e o esquema geral de financiamento que dela deriva.

A teoria do financiamento do investimento de Keynes foi elaborada posteriormente à Teoria Geral. Ela foi fruto de um longo debate de Keynes, iniciado em 1937, com autores como B. Ohlin e D. Robertson, sobre os determinantes da taxa de juros, e que foi retomado nos anos oitenta, com autores como T. Asimakopoulus em contraposição a pós-keynesianos como H. Minsky e J. Kregel².

Esse debate possibilitou a Keynes o avanço da teoria desenvolvida na Teoria Geral, com a criação de novos e importantes conceitos, como a demanda por moeda pelo motivo *finance*, além da distinção entre duas diferentes etapas do processo de financiamento do investimento, o *finance* e o *funding*. Estes conceitos são de grande importância para se compreender como o investimento pode ser financiado e qual o papel da poupança nesse processo.

² Para uma síntese deste debate, ver Carvalho (1994).

Antes de tratar dessas questões e entrar efetivamente na questão do financiamento, será necessário fazer uma breve exposição sobre a teoria da preferência por liquidez e da taxa de juros para que se possa entender o papel dos bancos e as dificuldades do processo de financiamento. Em seguida, os conceitos de *finance* e de *funding* serão explorados para chegar ao processo de financiamento do investimento tal como teorizado Keynes. Na subseção seguinte, serão expostas as dificuldades relativas a este processo e, por fim, a última parte da seção será dedicada a expor os mecanismos alternativos de financiamento.

1.2.1 Notas sobre a teoria do juro e a teoria da preferência por liquidez

De posse de dinheiro, um agente toma duas decisões. Primeiro, ele decide o *quanto* vai gastar, seja em consumo, seja em investimento. O subproduto dessa decisão, isto é, a parcela da renda não gasta, é a poupança. Em seguida, o indivíduo deve decidir a *forma* em que ele conservará essa poupança, isto é, ele deve decidir se vai conservá-la na forma líquida imediata (dinheiro), ou alienar essa liquidez por um período específico ou indeterminado em troca de rendimentos futuros (juros e/ou dividendos). O que responderá essa questão é o grau de *preferência por liquidez* (PPL) do indivíduo. A preferência por liquidez de um indivíduo “é representada por uma escala do volume dos seus recursos, medidos em termos monetários ou em unidades de salário, que deseja conservar em forma de moeda em diferentes circunstâncias...” (KEYNES, 1985, p.137).

Dessa forma, quanto maior a preferência por liquidez do indivíduo, menos propenso ele estará a se desfazer de sua liquidez em troca de juros. Ou ainda, maior será a taxa de juros exigida para que ele abra mão dessa liquidez.

Se a taxa de juros não é um prêmio pela postergação do consumo, mas sim pela abstenção da liquidez, ela representa o equilíbrio entre oferta e demanda de *recursos líquidos*, isto é, meios de pagamento. A taxa de juros é definida no mercado monetário pela

contraposição da demanda por moeda, determinada pela PPL dos indivíduos, com a oferta de moeda, determinada pela autoridade monetária e bancos comerciais³.

Mas por quê motivo, exatamente, alguém prefere reter recursos líquidos a receber juros? A resposta para essa questão parte das funções da moeda como meio de transação e reserva de valor, e foi dividida por Keynes em três classificações distintas.

Primeiramente, é evidente que vale a pena sacrificar o juro para assegurar a transição entre o recebimento e o gasto da renda, viabilizando assim as transações desejadas. Este processo constitui a demanda por moeda pelo motivo transação. Além disso, pode-se querer conservar recursos líquidos para atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas, que constitui o motivo precaução de demanda por moeda. Tal motivo deriva essencialmente da inevitável condição de incerteza que impera sobre a economia.

Por fim, resta o motivo especulação, que resulta da incerteza do poupador/detentor de riqueza, quanto ao comportamento da taxa de juros. Mais especificamente, resulta do reconhecimento, por parte do poupador, de que a taxa de juros pode mudar. Por exemplo, se o agente espera um aumento da taxa de juros não previsto pelo mercado, ele deverá reter o dinheiro até que sua previsão se confirme e, só então, ele comprará títulos, recebendo juros maiores para isso. Da mesma forma, se o agente espera deflação na economia, ele deve manter recursos na forma de moeda esperando a valorização dos ativos monetários.

As demandas precaucional e especulativa constituem um sinônimo para preferência por liquidez.

A demanda por moeda pelo motivo especulação recebe atenção especial por ser mais instável que os outros tipos de demanda por moeda, variando continuamente com as mudanças nas expectativas. A variação nas expectativas leva à variação na demanda por moeda pelo

³ Por um lado, bancos comerciais têm a capacidade de expandir o crédito e, assim, criar moeda. Por outro lado, o banco central, por meio de instrumentos de política monetária, é capaz de regular a criação endógena de moeda pelos bancos.

motivo especulação, o que, para uma dada oferta de moeda, implica em variação da taxa de juros. Assim, o comportamento da demanda por moeda pelo motivo especulação e a oferta de moeda, dada pela política monetária, são os principais fatores explicativos da variação da taxa de juros.

Em suma, a taxa básica de juros de uma economia – que é o custo de oportunidade do investimento – é determinada pela relação entre a oferta e demanda por moeda. A oferta de moeda é determinada pela autoridade monetária, enquanto a demanda por moeda reflete, fundamentalmente, a preferência por liquidez.

Na seção seguinte veremos que, ao mesmo tempo em que afeta a taxa básica de juros, a preferência por liquidez afeta a oferta de recursos disponíveis para financiar o investimento.

1.2.2 Finance

Uma vez tomada a decisão de investir, o que necessita o investidor para realizar o investimento? Ele precisa de meios de pagamento – isto é, dinheiro – para poder realizar as despesas de investimento. A obtenção dos meios de pagamento requeridos pelo investidor no intervalo entre o planejamento e a execução do investimento constitui o que Keynes chamou de *finance*.

Ou seja, o *finance* atende a *demanda por moeda* para cobrir os gastos referentes ao investimento. Está claro, portanto, que a demanda por moeda em razão da necessidade de *finance* (*finance-motive*) é, na verdade, apenas uma variação da demanda por moeda pelo motivo transação. A diferença reside no fato de que a demanda por moeda pelo motivo *finance* é destinada à compra específica de bens de investimento, e é tratada de forma diferenciada por ser muito menos estável que a demanda por moeda pelo motivo transação. A razão disso é que enquanto a última é função da renda corrente, a primeira se refere a planos de investimento

adotados em razão de *expectativas de lucros futuros* (CARVALHO, 1995, p.10). Logo, assim como o investimento, este tipo de demanda por moeda está sujeita a flutuações específicas.

Mas como se consegue *finance*? Ele pode ser conseguido de diferentes formas. Uma forma bastante direta de se obter *finance* é pela venda de um ativo. Outra forma é o acúmulo dos lucros de vendas passadas de bens e serviços. No entanto, essas formas apenas fazem a moeda já existente mudar de mãos; elas não são capazes de criar liquidez nova. Ou seja, tudo mais constante, se um empreendedor decidir realizar um novo investimento, a demanda por moeda aumentará, mas a oferta permanecerá a mesma. Isso deverá pressionar a taxa de juros, aumentando o custo de oportunidade do investimento e prejudicando, portanto, a realização de diversos projetos.

Outra forma de se obter *finance* é por meio do crédito junto aos bancos comerciais. Essas instituições têm a característica particular de serem capazes de criar novos meios de pagamento por meio da expansão do crédito. Em economias modernas, os bancos comerciais operam sob regime de reservas fracionárias. Isso significa que os depósitos à vista, que compõem as obrigações de curto prazo do banco, não têm contrapartida integral na forma de reservas. Sabendo que pelo menos parte dos depósitos à vista não costumam ser resgatados, os bancos emprestam esses recursos. Além disso, podem emprestar recursos captados na forma de depósito a prazo e de empréstimos. Os recursos desse empréstimo se tornarão novos depósitos à vista no sistema bancário e assim, a quantidade de meios de pagamento em circulação é multiplicada. Com isso, é possível expandir a oferta de liquidez à medida que aumenta a demanda por liquidez, sem gerar pressões sobre a taxa de juros que possam inviabilizar outros projetos de investimento.

“[...] [A] pressure to secure more finance than usual may easily affect the rate of interest through its influence on the demand for money; and unless the banking system is prepared to augment the supply of money, lack of finance may prove an important obstacle to more than a certain amount of investment decisions being on the tapis at the same time.” (KEYNES, 1937a, p.247).

Contudo, ao conceder crédito, o banco está reduzindo sua própria liquidez, aumentando a diferença entre o volume de suas reservas e suas obrigações de curtíssimo prazo, os depósitos à vista. Assim, para que os meios de pagamento se expandam, é necessário que os bancos comerciais reduzam sua própria preferência por liquidez.

Ou seja, embora o *finance* possa ser obtido fora do sistema bancário, os bancos comerciais são as instituições em melhor posição para fazê-lo. Disso decorre o papel central atribuído pela teoria keynesiana ao sistema bancário no processo de financiamento. O sistema bancário é peça chave no atendimento da demanda por *finance* e, conseqüentemente, no processo de financiamento do investimento.

“[...] the transition from a lower to a higher scale of activity involves an increased demand for liquid resources which cannot be met without a rise in the interest rate, unless the banks are ready to lend more cash [...]. This means that, in general, the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity.” (KEYNES, 1937b, p.668).

Ao expandir a liquidez da economia, os bancos comerciais permitem a expansão do volume de investimentos sem que haja pressões sobre a taxa de juros. A expansão dos investimentos leva ao crescimento da renda. No entanto, em decorrência da ação do multiplicador dos gastos autônomos, a expansão da renda é maior que o novo investimento. Como consequência, a parcela não consumida da renda, ou seja, a poupança, deverá aumentar na proporção exata do tamanho do investimento. Isso significa que a capacidade do sistema bancário de criar moeda por meio do sistema de crédito, antes mesmo da criação de renda, faz com que a economia prescindir da existência de poupança prévia para que haja investimento.

“The investment market can become congested through the shortage of cash. It can never become congested through the shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field.” (KEYNES, 1937b, p.669).

Apesar de poupança prévia não ser necessária ao investimento, como será explicado na próxima seção, a poupança adicional criada pelo investimento terá o importante papel de permitir o refinanciamento, a longo prazo, as obrigações de curto prazo referentes ao *finance*.

1.2.3 Funding

Até agora mostrou-se que o empreendedor, ao planejar investir, necessita de recursos na forma mais líquida, que é o dinheiro. Como os bancos comerciais possuem a capacidade de criar moeda, são eles que, idealmente, fornecem esses recursos. A não ser que os bancos estejam dispostos a atender essa nova demanda por moeda concedendo crédito, ela deverá pressionar a taxa de juros, inviabilizando uma série de novos planos de investimento. Todo esse processo diz respeito ao impacto do investimento sobre o mercado monetário. Não se refere, portanto, à forma como os investidores estruturam os passivos que eles tiveram de acumular ao implementar seus planos de investimento (CARVALHO, 1995, p.9), questão ainda mais relevante para os propósitos deste trabalho. Esta segunda questão está relacionada não à taxa de juros definida no mercado monetário (a chamada taxa básica de juros) mas aos juros e, principalmente, prazo, definido em cada contrato.

Como dito anteriormente, o ato de investir não apenas ocorre independentemente da poupança disponível, como também gera a sua própria poupança. Seria errôneo, contudo, pensar que a poupança, ou o estoque de riqueza acumulado com fluxos passados de poupança, não possuem papel relevante no investimento. Na realidade, a alocação do estoque de riqueza acumulada é de suma importância para que os investidores sejam capazes de trocar, em condições satisfatórias, suas obrigações de curto prazo contraídas com o *finance* por obrigações com prazos compatíveis com a maturidade do investimento, ou seja, de longo prazo.

Quando o empresário contrai o empréstimo de curto prazo que deverá financiar seu investimento, ele, assim como o banco, está se expondo a um risco. Ao investir, o empresário

adquire um ativo de maturação normalmente longa com endividamento de curto prazo junto aos bancos. O risco, portanto, se refere à possibilidade de que o investidor seja incapaz de honrar seus compromissos em razão da incompatibilidade de volumes e prazos entre os recursos líquidos propiciados pelo investimento e os compromissos contraídos junto ao banco. Por isso, banco e investidor contam com a capacidade do último de encontrar condições favoráveis de financiamento de longo prazo para arcar com seus compromissos de curto prazo⁴. O financiamento de longo prazo utilizado nesses termos é denominado na teoria keynesiana *funding*.

“The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by long-term issue at satisfactory conditions”. (KEYNES, 1937b, p.664).

Dessa forma, a teoria keynesiana propõe uma abordagem da questão do financiamento ao investimento em duas fases. Em cada uma, o investidor possui necessidades distintas, que deverão ser atendidas de formas distintas.

“It is a distinguishing characteristic of Keynes’s theory the separation between the two stages of the financial process that accompanies investment. On the one hand, it is pointed out that investment *expenditures* require money, and money is created by banks. Banks can create money if the monetary authority is willing to supply them with the required reserves against the deposits that are created when banks make loans. On the other hand, as investor are typically deficit units, to use Gurley and Shaw’s expression, it is desirable that the debts they issue have terms and maturity compatible with those of the assets they are buying. The novelty of Keynes’s approach is to propose that those two needs are satisfied by different groups of people or institutions and at different stages of the investment process.” (CARVALHO, 1995, p.9-10).

Aqui se encontra a importância da poupança, ou mais precisamente, da alocação do estoque de riqueza composto pela poupança. Uma vez realizados os gastos referentes ao investimento, a renda cresce, fazendo crescer também a poupança. Ao final do ciclo, a poupança adicional é criada no volume exato do investimento, contudo, não necessariamente

⁴ “A poupança gerada no período é importante no modelo de Keynes, na medida em que ela será a fonte de consolidação financeira dos passivos das empresas inversoras [...], tornando possível a satisfação das expectativas dos empresários e dos banqueiros no que tange à capacidade de repagamento dos empréstimos realizados no período anterior”. (STUDART, 1988, p.68)

ela estará alocada da melhor forma. Os agentes podem estar dispostos a utilizar esse excedente de recursos para constituir riqueza, comprando ativos de longo prazo, como títulos ou ações de empresas. Nesse caso, a poupança adicional permitirá que os empreendedores refinanciem a longo prazo suas obrigações de curto prazo, como anteriormente descrito. Se, no entanto, eles estiverem inclinados a adquirir ativos mais líquidos, instituições financeiras podem promover a transformação dos prazos necessária, adquirindo passivos de curto prazo e fornecendo empréstimos de longo. Em ambos os casos, o *funding* que o investidor necessita para estruturar seus passivos está garantido.

Dessa forma, para que o *funding* seja possível, dois elementos se fazem necessários. Primeiramente, que a economia possua instituições financeiras que possibilitem esse tipo de transação, tais como bancos de investimento, bancos universais e mercados de capitais desenvolvidos. Em segundo lugar, é necessário que a preferência por liquidez dos agentes superavitários e/ou das instituições financeiras seja tal que estes se disponham a comprar títulos de longo prazo. O grau de preferência por liquidez desses agentes será, por sua vez, influenciado por diversos outros fatores, como o nível de incerteza, a expectativa de crescimento da economia e da empresa inversora, taxas de juros e inflação, além do grau de desenvolvimento dos mercados secundários desses títulos. Como explica Carvalho (1995, p.13), é provável, contudo, que os detentores de riqueza prefiram manter parte de seus ativos em uma forma mais líquida. Com isso, a poupança não estará inteiramente disponível para o *funding* dos investidores.

1.2.4 Por quê não é natural o surgimento de financiamento de longo prazo

O *funding* deverá constituir uma etapa mais difícil do financiamento que o *finance*. Por se tratar de um tipo de financiamento de prazo mais longo, o *funding* está sujeito a maiores

incertezas e riscos, pois o “desconhecimento sobre o futuro é tanto maior quanto mais remoto o resultado econômico esperado” (TORRES FILHO, 1991, p.27).

Isso é um desdobramento natural do conceito de incerteza de Keynes. No ambiente de uma economia de mercado, não há garantia de gasto dos agentes detentores de renda monetária. Isto significa que toda a renda, em última instância fruto da compra de bens e serviços por parte dos agentes detentores de moeda, é incerta. Com isso, toda a economia é invariavelmente permeada pela *incerteza*. Diante dessa incerteza, a moeda, mais do que meio de troca, é um instrumento de defesa dos agentes. Se os agentes considerarem que o nível de incerteza na economia encontra-se elevado demais, é natural que a preferência por liquidez aumente, levando-os a adiar as decisões de longo prazo até que se sintam mais seguros em relação aos retornos esperados. Nesse meio tempo de incerteza, a moeda será vista como um ativo cujo prêmio, a liquidez total, pode ser mais atraente que o retorno financeiro.

Ou seja, uma vez que, além de meio de troca e unidade contábil, a moeda desempenha a função de reserva de valor, em ambientes de incerteza a preferência por liquidez é um comportamento natural e racional dos agentes, pois a liquidez pode ser o melhor prêmio possível no momento.

Além disso, vale a pena mencionar as contribuições dos autores novo-keynesianos, notadamente J. Stiglitz, a esse respeito. De acordo com a escola novo-keynesiana, problemas de ordem microeconômica relacionados principalmente com a assimetria de informações no setor financeiro tendem a afetar negativamente a seleção, execução e os incentivos envolvidos no mercado de crédito e de capitais⁵.

Ao conceder um empréstimo, os bancos estão preocupados basicamente com o risco do empréstimo e com o que vão receber de juros. O empréstimo, contudo, por se tratar de recursos de terceiros, pode levar à negligência do tomador do empréstimo na utilização desses

⁵ Ver Stiglitz & Weiss (1981) e Stiglitz (1990 e 1994).

recursos (risco moral). Por sua vez, a própria taxa de juro pode afetar negativamente a qualidade dos empréstimos de duas formas: ao selecionar os tomadores de crédito (seleção adversa), e afetando o comportamento do emprestador (incentivo adverso). Assim, como mostram Stiglitz & Weiss (1981), o equilíbrio no mercado de crédito é caracterizado pelo racionamento de crédito.

O retorno esperado de um banco ao conceder um empréstimo obviamente depende da probabilidade de pagamento deste empréstimo. No entanto, a assimetria de informação impede os bancos de distinguir claramente entre “bons” e “maus” investidores. No mercado de crédito aqueles que estão dispostos a pagar mais podem não ser aqueles que maximizam o retorno esperado do banco. Os tomadores dispostos a tomar empréstimo a taxas de juros mais altas deverão, na média, representar um risco maior para o banco. A taxa de juros mais elevada tende a atrair empreendedores que consideram baixa a probabilidade de pagamento do empréstimo (STIGLITZ & WEISS, 1981, p.393). Ou seja, a alta dos juros afeta de maneira “adversa” a qualidade dos candidatos.

Por outro lado, uma característica do crédito bancário é que os valores a serem pagos pelo tomador do empréstimo são fixados no contrato. Assim, se seu investimento gerar um retorno maior que o esperado, ele se beneficia integralmente disso. Por outro lado, se o investimento malograr, o empreendedor não terá como pagar o banco, entrará em *default* e o ônus será dividido entre ele e o banco, de forma que há um incentivo para o tomador se arriscar mais do que o combinado com o banco – o chamado “efeito incentivo adverso”. Logo, altas taxas de juros incentivam as firmas a assumir projetos mais rentáveis, porém mais arriscados.

Assim, os bancos evitam elevar suas taxas de juros mesmo quando existe excesso de demanda por crédito. Os problemas de seleção adversa e incentivo adverso apontados aqui fazem com que o retorno esperado do banco cresça mais lentamente do que a taxa de juros e, a partir de um ponto, o retorno esperado diminui. Assim, para maximizar o retorno esperado, os

bancos fixam a taxa de juros e a oferta de crédito em um nível que consideram satisfatório e racionam o crédito para os demandantes “extras”. Ou seja, o equilíbrio no mercado de crédito é caracterizado por escassez de oferta e taxas de juros estáveis.

Sob racionamento de crédito empresas consolidadas, com maiores garantias em ativos mobiliários, tendem a ser favorecidas. Por sua vez, as pequenas e médias, assim como as empresas inovadoras, tendem a ser discriminadas (STIGLITZ, 1994).

Esses problemas se tornam particularmente graves em momentos de crise econômica ou financeira. Isto porque, segundo vários autores como Stiglitz (1990) e Minsky (1982), os bancos possuem comportamento pró-cíclico. Na prática, isso significa que em momentos de recessão, justamente quando os investimentos são mais importantes para a saúde macroeconômica do país, aumenta a preferência por liquidez (e o racionamento de crédito) dos bancos, levando-os a aplicações mais seguras e líquidas, como títulos da dívida pública, reduzindo os recursos disponíveis para o financiamento do investimento e, assim, reforçando a recessão.

Cabe ressaltar, por fim, que os mercados de capitais encontram muita dificuldade em suprir de *fundings* pequenas e médias empresas. Não apenas porque, em geral, essas empresas não desfrutam da reputação de empresas consolidadas no mercado, mas, principalmente, porque os custos relacionados à abertura de capital em bolsa são freqüentemente impeditivos para essas empresas.

Outro grave problema relacionado aos mercados financeiros reside no fato de que alguns setores possuem retorno social diferente do retorno privado.

“Bancos privados tendem, naturalmente, a priorizar empréstimos cujos retornos esperados são maiores, o que está, obviamente, condicionado às expectativas de retorno privado do projeto financiado. Os investimentos com maior retorno privado, entretanto, não são necessariamente aqueles que apresentam maior expectativa de retorno social”. (CORREA, 1996, p.239).

Atividades de pesquisa e desenvolvimento (P&D) que envolvam “spill-overs” tecnológicos possuem retorno social superior ao retorno privado – uma vez que parte do retorno do investimento será apropriado pela sociedade – e alto risco. Ademais, setores como o de infra-estrutura, em função das externalidades envolvidas, também costumam gerar retornos privados inferiores aos retornos sociais, e ainda possuem prazos de maturação muito longos. Em decorrência dessas características, estes setores podem ficar sem acesso a financiamento privado.

Assim, problemas informacionais reforçam a resistência dos bancos em reduzir sua liquidez e limitam o acesso de diversas empresas e setores importantes ao crédito.

Ou seja, de modo geral, como o *funding* depende da aquisição de ativos de longo prazo – e normalmente de baixa liquidez –, e tendo em vista a natural preferência dos agentes por ativos de alta liquidez, é razoável afirmar que o *funding* é uma etapa mais difícil de ser espontaneamente concluída.

É importante ressaltar, no entanto, que isso **não possui relação alguma com volume insuficiente de poupança, uma vez que ela é criada no mesmo volume do investimento⁶, mas sim com a forma na qual esta provavelmente estará disponível.**

“This [...] has nothing to do with insufficiency of savings. It is not a problem of amount, but of the *form* in which wealth-holders desire to hold their assets. “(CARVALHO, 1995, p.13).

A questão para o investimento, portanto, não é a disponibilidade de poupança, mas sim a disponibilidade de financiamento apropriado ao investimento. Dado que o investimento envolve débitos anteriores às suas receitas, e ainda, que investimentos de maior retorno tendem a ter prazo de maturação mais longo (LEVINE, 1997, p.692), é essencial para o crescimento econômico que se garanta aos investidores disponibilidade de recursos de curto

⁶ No apêndice I deste capítulo encontra-se a demonstração de como a poupança é criada no mesmo volume do investimento.

prazo (*finance*), no volume e momento requerido, e *principalmente*, disponibilidade de recursos na forma de passivos financeiros de longo prazo (*funding*) para a consolidação dos passivos de curto prazo.

Nessa abordagem, bancos se destacam de instituições não-bancárias por causa da sua peculiar função de criar moeda, enquanto, por outro lado, não é exclusividade dos bancos intermediar poupadores e investidores. Um sistema financeiro eficiente desempenha as duas funções (CARVALHO, 1995, p.16).

1.2.5 Mecanismos Alternativos de Finance e Funding

Alguém poderia imaginar que o financiamento do investimento não se dá necessariamente por meio do *finance* e do *funding*, como descrito anteriormente. Contudo, a despeito da possibilidade de formas alternativas, o processo geral de financiamento do investimento é sempre o mesmo. Como explica Keynes (1937b, p.664):

“Occasionally he may be in a position to use his own resources or to make his long-term issue at once; but this makes no difference to the amount of ‘finance’ which has to be found by the market as a whole, but only to the channel through which it reaches the entrepreneur and to the probability that some part of it may be found by the release of cash on the part of himself or the rest of the public. Thus it is convenient to regard the twofold process as the characteristic one”.

Apesar de existência de diferentes formas se de realizar as etapas de financiamento, o processo teorizado não muda. Muda apenas a forma ou os agentes do processo.

Na verdade, formas de se financiar o investimento diferentes da apresentada – como a captação direta do *funding*, sem que se realize o *finance* antes; o autofinanciamento; o crédito externo; e a rolagem de créditos de curto prazo – são comuns. Elas constituem meios alternativos em economias carentes de mecanismos de financiamento de longo prazo, mas podem estar (e provavelmente estão) presentes em todo tipo de economia.

O financiamento a longo prazo de um investimento no início do processo, isto é, o *funding* antes que os gastos com o investimento sejam realizados, é possível, mas causa uma tendência de aumento das taxas de juros e redução dos preços dos títulos. Isso ocorre porque ao tentar financiar a longo prazo seu investimento com a poupança corrente da economia, o investidor deve atrair poupança já absorvida pelos demais ativos. Como não haveria concomitante ampliação da poupança agregada, isso levaria a uma disputa pela poupança disponível que deverá reduzir os preços dos títulos (CARVALHO, 1995, p.12). Isto é, haveria um aumento da demanda por moeda sem uma redução na preferência por liquidez que pudesse satisfazê-la, o que significaria aumento dos juros pagos pelo investidor.

Além disso, se o investidor desejar captar esse *funding* no mercado de capitais, isso pode levar um tempo precioso.

“Isto porque para o investidor, as oportunidades de investimento não podem esperar pelo (relativamente) longo processo de ‘captação de recursos’ através do mercado de capital [...]”(STUDART, 1988, p.63).

A opção pelo autofinanciamento, assim como o caso anterior, limita o potencial de crescimento econômico ao provocar queda nos preços das *securities*, elevando os juros do financiamento. No entanto, este caso deve ser analisado mais cuidadosamente, pois seus efeitos variam de acordo com a forma como são alocados os recursos acumulados que financiarão o investimento. Como explica Carvalho (1995, p.29, nota nº 21),

“If the firm kept retained profits in the form of financial assets (or even bank deposits), they should be considered part of past savings that were being used, directly or indirectly (through intermediaries), to fund past investment debts. To use these resources, the firm has to cash these assets causing a downward pressure on the securities. If, instead, the firm had hoarded its past profits, its past savings had already depressed aggregate income, causing losses to producers and creating pressures on prices of securities even before the current period”.

Ou seja, tanto tendo entesourado ou emprestado os recursos acumulados, para se autofinanciar a firma gera pressão nos juros e depressão da demanda agregada.

Além disso, mesmo que o investidor possua ativos suficientes para financiar o investimento, dificilmente esse estoque de riqueza se encontrará na forma mais líquida possível que é o dinheiro. O tempo necessário à transformação desses ativos em recursos líquidos pode levar à perda de oportunidades de investimento.

Por fim, o autofinanciamento reforça um sistema econômico disfuncional, onde o investimento só é possível se houver uma grande concentração de renda, a ponto dos donos dos meios de produção poderem acumular grandes quantidades de capital para financiar seus investimentos.

As duas opções restantes, endividamento externo e crédito de curto-prazo, põem o crescimento em risco a médio-prazo. No caso do endividamento externo, existem dois cenários possíveis: um para o caso da economia adotar o regime de câmbio fixo e outro caso o regime seja de câmbio flutuante. No caso do regime de câmbio fixo, a partir do ponto em que essa entrada de recursos externos gere saldos positivos no balanço de pagamentos, o banco central precisará esterilizar divisas trocando-as por moeda local, o que pode ter impacto sobre a inflação.

Caso o regime seja de câmbio flutuante, a entrada de recursos na forma de crédito externo pode levar à sobrevalorização da moeda local, com impactos sobre a balança comercial. Ou seja, nos dois regimes, dificilmente o financiamento externo será capaz de resolver a questão da falta de financiamento por muito tempo, tendo em vista as instabilidades que gera.

Contudo, nos dois casos, a questão mais importante é que, a partir de certo ponto, o endividamento externo se traduz em vulnerabilidade externa para o país. Na medida em que gera a necessidade de fluxos futuros de divisas para o pagamento da dívida, o endividamento externo pode levar a problemas de balanço de pagamentos que tanto já acometeram países

emergentes, inclusive o Brasil⁷. No curto prazo, isso não é necessariamente um limitante, desde que haja liquidez suficiente, a preços adequados no mercado internacional. Contudo, a experiência recente dos anos 90 nos mostra que as conjunturas de excesso de liquidez internacional não se estendem indefinidamente, de forma que a médio prazo é provável que o endividamento externo se configure uma limitação para a continuidade do crescimento econômico. Além disso, essa opção soma mais um risco para o tomador do empréstimo: o risco cambial. Assim, ambientes de grande instabilidade cambial, típica de países em desenvolvimento (considerando que a política de câmbio fixo já se mostrou inconsistente em muitos deles), devem tornar essa opção bastante custosa, ou mesmo inviável.

Minsky (1982) mostrou que a opção restante, o financiamento por crédito de curto-prazo, depende da decisão dos bancos de rolar continuamente e não cortar o fluxo de capital para o investidor. Essa opção significaria ao investidor encontrar o *finance* para investir, mas nunca poder realizar o *funding* de seus passivos. Além de dificultar o investimento e tornar o investidor refém da vontade (ou melhor, da preferência por liquidez) dos bancos, gera fragilidade financeira ao expor os investidores a contínuos refinanciamentos, com taxas de curto prazo sujeitas a variações imprevistas (STUDART, 2005a).

Investidores que estruturam o financiamento de seu investimento dessa forma⁸, por dependerem do refinanciamento contínuo de suas posições, dependem não apenas do sucesso do seu empreendimento, mas também da continuidade do crescimento econômico e da normalidade no funcionamento do sistema financeiro. Se algum tipo de incerteza abater este

⁷ Segundo Studart (2005b, p.345-350), a falta de mecanismos adequados de *funding* no Brasil está na origem do problema de sobreendividamento externo do país.

⁸ Minsky (1982, p.105-106) caracteriza esse tipo de postura financeira como especulativa e Ponzi. No caso da unidade especulativa, o fluxo de renda líquida proporcionado pelo investimento no curto prazo é inferior ao fluxo de pagamentos devidos, mas superior ao custo com juros. No longo prazo, é esperado que a renda líquida total supere o total das obrigações. A unidade Ponzi seria uma unidade especulativa cuja renda líquida no curto prazo não excede nem mesmo os juros, de forma que seu passivo será crescente com o tempo. É esperado, para quem está nessa posição, que futuramente haverá uma grande valorização do seu ativo que o permita honrar seus compromissos e reter o lucro. Minsky chama a atenção para o fato que a despeito de esse tipo de comportamento estar normalmente associado a fraudes, muitos projetos de investimento de longo prazo de maturação, ou cujo retorno é em algum grau incerto, possuem elementos Ponzi em seu esquema de financiamento.

setor, as taxas de juros deverão aumentar sem necessariamente ser (aliás, é improvável que seja) acompanhado por aumento do retorno dos ativos do empreendedor.

Por fim, Minsky (1982) chama a atenção para o fato de que crises de pequenas proporções podem se alastrar pela economia quando empresas com débitos a vencer encontram dificuldade na captação de liquidez. Se, além de não conseguirem financiar seus passivos em condições favoráveis, as empresas não conseguirem rolar seus passivos por conta da recusa dos bancos em conceder mais crédito de curto prazo, elas terão de vender ativos, pressionando para baixo o preço desses ativos, o que pode levar a maiores prejuízos para a economia até uma crise de grandes proporções.

Ou seja, formas de se financiar o investimento distintas daquela teorizada por Keynes não apenas existem, mas são comuns. **Tais esquemas, no entanto, são caracterizados por gerar fontes de instabilidade capazes de deprimir a demanda efetiva e interromper o ciclo de investimento, constituindo, portanto, mais um reflexo da falta de instrumentos financeiros apropriados, que abasteçam a economia de finance e funding no momento e volume requerido, do que uma solução alternativa para essa carência.**

Assim, os conceitos de *finance* e *funding* constituem um marco teórico geral para a análise do financiamento e são válidos independentemente do esquema de financiamento adotado.

1.3 Sistemas Financeiros

Historicamente, a capacidade das economias atualmente industrializadas de financiar seu crescimento esteve intimamente relacionada à maneira como estas economias disponibilizavam o estoque de riqueza na forma de ativos financeiros, o que por sua vez é, em larga medida, determinada pela estrutura de seu sistema financeiro. Como afirma Carvalho (*et al*, 2001, p.237).

“Tanto a eficiência de um dado sistema financeiro em promover e apoiar o desenvolvimento econômico, quanto sua capacidade de manter os riscos dessa atividade dentro de intervalos aceitáveis, dependem, em grande medida, da forma pela qual ele é organizado”.

Os diversos padrões de financiamento do investimento estabeleceram nas economias capitalistas diferentes limites e condicionantes ao crescimento econômico de longo prazo (MONTEIRO FILHA, 1994, p.25). John Zysman (1983) classificou os sistemas financeiros em três modelos distintos, pela forma como, no período do Segundo Pós-Guerra, os sistemas financeiros observados canalizaram o estoque de riqueza financeira disponível para o financiamento do crescimento. Os três modelos são: o sistema baseado em mercado de capitais; o sistema baseado em crédito privado; e o sistema baseado em crédito governamental. A diferença entre eles reside principalmente na importância relativa entre os mercados de capitais e de crédito, e ainda, na atuação do Estado sobre os recursos destinados ao *funding*.

No entanto, o processo de financiamento idealizado por Keynes é independente da forma como é organizado o sistema financeiro. Ele foi estruturado não a partir de como as instituições são organizadas, mas sim a partir de como determinadas funções do sistema financeiro são divididas/alocadas (CARVALHO, 1995, p.16). Diferentes estruturas de sistema financeiro nada mais são do que diferentes formas de atender às mesmas necessidades financeiras das economia.

1.3.1 Sistema Financeiro baseado em Mercado de Capitais

No primeiro modelo, baseado em mercado de capitais, a fonte predominante de financiamento de longo-prazo são ações ou títulos. Diante da existência de um mercado de capitais pujante, as firmas podem levantar o capital de longo-prazo necessário para tocar seus projetos diretamente dos agentes poupadores. Ou seja, elas podem acessar o *funding* sem a necessidade de intermediação financeira para isso. Assim, aos bancos fica relegado, seja por costume ou por regulação, o papel de captar depósitos de curto prazo, e conceder crédito

também de curto prazo, provendo *finance* ou financiando capital de giro. Outras instituições, como bancos de investimento, operam no mercado acionário e de títulos, ou seja, de ativos de longo prazo.

Logo, uma forte característica deste modelo é a segmentação do sistema financeiro, com a especialização das instituições financeiras em determinados nichos ou ramos do mercado financeiro. Essa segmentação facilita a distinção entre as diferentes etapas do financiamento do investimento, uma vez que diferentes instituições operam em diferentes estágios do processo (CARVALHO, 1995, p.18).

Suponhamos que uma firma que deseje realizar um investimento não possui nenhuma reserva e, por isso, precisa captar todos os recursos para o investimento em fontes externas. Vamos supor ainda, que os bens de capital precisam ser pagos à vista. Neste caso, a firma vai pegar emprestado todo o dinheiro necessário para o investimento em um banco comercial, atendendo assim, sua demanda por *finance*. Uma vez realizado o investimento, a renda deve ser expandida pela ação do efeito multiplicador. Ao final do processo, haverá um acréscimo de poupança nas mãos de indivíduos e firmas no mesmo valor do investimento inicial, e que poderá ser utilizado na compra de ações das empresas inversoras. Caso a preferência por liquidez desses agentes seja de tal forma elevada que eles desejem adquirir apenas ativos mais líquidos, eles poderão emprestar a curto prazo para intermediários financeiros, e estes absorverão os débitos de longo prazo da firma inversora. Com isso, a etapa do *funding* está completa. (CARVALHO, 1995, p.18).

Este exemplo, contudo, é excessivamente genérico. Vamos supor, então, que a mesma firma seja demasiadamente aversa ao risco, de forma que ela não se disponha a assumir compromissos não cobertos de curto prazo. Ela deverá, portanto, lançar títulos junto a bancos de investimento. Estes, por sua vez, deverão retê-los até que a preferência por liquidez do mercado esteja baixa o suficiente para tornar vantajosa sua colocação no mercado. (Isto é,

quando o efeito do investimento sobre a poupança agregada for concluído). (CARVALHO, 1995, p.19).

Nesse caso, a firma foi diretamente em busca do *funding*, sem passar pela etapa do *finance*. No entanto, é provável que os bancos de investimento que proveram o *funding* à firma financiem a compra dos títulos ou ações da empresa com empréstimos bancários (CARVALHO, 1995, p.19). Logo, mesmo que a firma tenha “pulado” uma etapa do esquema, ele permanece válido, pois as etapas estão presentes, ainda que não desempenhadas pelos mesmos atores.

Este modelo se desenvolveu particularmente nas economias da primeira onda de industrialização. Os únicos exemplos relevantes são os EUA e a Inglaterra, onde o mercado de capitais se desenvolveu juntamente com suas indústrias.

No caso inglês, a oferta de capital para as primeiras fábricas teve origem em uma maior acumulação de capital proporcionada pela riqueza e lucros previamente acumulados com o comércio e com a agricultura moderna. Além disso, o caráter mais gradual do processo de industrialização inglês permitiu que recursos obtidos com a própria indústria fossem utilizados no financiamento à industrialização, dispensando a utilização de instituições especiais para isso (MONTEIRO FILHA, 1994, capítulo 2.2; GERSCHENKRON, 1962, p.14).

Nos EUA, enormes projetos ferroviários ainda no final do século XIX, decorrentes da necessidade de integrar as enormes extensões do país, contribuíram para a formação do mercado de capitais. Posteriormente, a rígida regulação determinada pela Lei Glass-Steagle de 1933 separou as funções de *finance* e *funding* entre diferentes instituições do sistema financeiro norte-americano da época. Os bancos comerciais estavam autorizados apenas a atuar no segmento de crédito de curto-prazo, de forma que o *funding* das empresas, quando angariado em fontes externas, deveria ser captado pelo mercado de capitais, de forma direta ou intermediada, reafirmando a posição do mercado de capitais como fonte de financiamento de longo prazo no país.

Além de toda institucionalidade necessária para garantir um forte mercado de capitais, os custos para sua manutenção são um problema para o desenvolvimento deste modelo. Dessa forma, a quantidade e o tamanho inicial das firmas emissoras de ações e títulos são determinantes para gerar a escala inicial necessária (STUDART, 2005a, p.10), e de um modo geral, as particularidades históricas de cada país foram cruciais para a predominância deste particular modelo de financiamento. Moreira (1993, *apud* MONTEIRO FILHA, 1994, p.37-38) chama a atenção para outras dificuldades.

“[E]ficientes mercados de capitais requerem um mercado secundário estruturado e estável para reduzir a percepção de risco dos investidores. Mercados secundários estruturados, por sua vez, requerem um grande número de compradores e vendedores, tendem a ser uma função crescente da renda per capita, e conseqüentemente do processo geral de desenvolvimento econômico. Então, os ‘policy makers’ que tentam desenvolver o mercado de capitais para aumentar o investimento no setor manufatureiro e melhorar o desenvolvimento econômico, esbarram no problema de que são necessários níveis relativamente altos de renda per capita para se ter um bom funcionamento do mercado de capitais.”

1.3.2 Sistema Financeiro baseado no Crédito Privado

Com a Segunda Revolução Industrial, aumentou-se drasticamente a escala de produção para atender as necessidades da indústria pesada. Além disso, o maior grau de industrialização, o aumento do tamanho médio da planta e a concentração de investimentos em setores cuja relação capital-produto era relativamente mais alta, trouxeram a necessidade de desenvolvimento em larga escala. Assim, em termos de grau de desenvolvimento, a distância relativa entre os países então avançados e menos avançados passou a ser maior.

A necessidade de maiores volumes de financiamento somada à fragilidade de seus mercados de capitais fez com que as empresas de países atrasados se voltassem para bancos e outras instituições provedoras de crédito para financiar seus projetos, levando os países desenvolvidos a partir da segunda onda de industrialização a seguirem, em sua grande maioria, os modelos baseados em crédito.

Dessa forma, o segundo modelo, representado pela Alemanha, é constituído por um sistema financeiro baseado no crédito privado. Neste modelo, o investimento é basicamente financiado pelo crédito concedido por grandes bancos universais⁹.

Em contraposição ao modelo baseado em mercado de capitais, o sistema financeiro baseado em crédito privado é não segmentado, sendo caracterizado pela multifuncionalidade de suas instituições financeiras e pela expressiva representatividade dos bancos universais. Este tipo de instituição financeira atua, não apenas como banco comercial, captando depósitos à vista, concedendo crédito de curto prazo e criando moeda, mas também como bancos de investimento, com forte presença na financiamento de longo prazo. Eles atuam no mercado de capitais subscrevendo, comprando e vendendo ações, títulos públicos e privados, fazendo securitização e prestando uma série de serviços como administração de portfólio, entre outros (CARVALHO, 1995, p.21).

A multifuncionalidade dos bancos universais faz com que esse tipo de instituição possa atuar tanto no estágio do *finance* como do *funding*, internalizando, portanto, todo o processo de financiamento do investimento. Inicialmente, ele pode atuar como banco comercial, expandindo a liquidez do sistema ao financiar a curto prazo os gastos com o investimento. Em seguida, ele seria capaz de financiar os passivos dos investidores emprestando a longo prazo, comprando ações e/ou títulos de longo prazo da empresa inversora, ou ainda, segurando seus papéis de securitização até o momento apropriado de colocá-los no mercado.

A versatilidade dos bancos múltiplos faz deste tipo de instituição uma eficiente solução frente às questões da demanda por liquidez e intermediação de poupança, principalmente onde os mercados de capitais não eram bem desenvolvidos.

⁹ Reiterando o que foi dito anteriormente, no caso alemão, os bancos universais atuaram, até a Primeira Guerra Mundial, principalmente em siderurgia, minas de carvão, produção de maquinaria elétrica geral e produção química pesada, ou seja, setores da indústria pesada e intensivos em capital (MONTEIRO FILHA, 1994, p.33).

No caso alemão, o baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais fez com que a captação direta de poupança por parte das empresas perdesse relevância, dando grande influência a intermediadores financeiros, particularmente bancos universais. Isso produziu relações muito próximas entre o setor bancário e o industrial, alcançando até mesmo a estrutura organizacional das indústrias:

“Os bancos alemães adquiriram uma ascendência sobre a direção das empresas industriais, e de sua posição vantajosa de controle centralizado, percebiam com rapidez as oportunidades de cartelização e fusão das empresas industriais”. (MONTEIRO FILHA, 1994: 34).

O desenho institucional gerou, portanto, setores industriais e bancários altamente concentrados, o que foi de grande importância para o processo de desenvolvimento alemão. A íntima relação dos bancos universais com a indústria permitiu a redução de problemas relacionados à assimetria de informação, reduzindo a incerteza e, portanto, auxiliando na ampliação de volume e extensão dos prazos dos créditos concedidos.

Como aponta Studart (2005a, p.28), o intenso crescimento da demanda por ativos bancários de longo-prazo observado na Alemanha do pós-guerra foi fruto de: a) concentração de investimentos no processo de reconstrução industrial; b) o peculiar funcionamento dos bancos universais no financiamento direto ao processo de acumulação; c) crescimento econômico associado a uma distribuição de renda altamente igualitária; d) preferência dos poupadores alemães por ativos emitidos por bancos universais, decorrente do reduzido tamanho inicial dos mercados de capitais.

Os condicionantes aqui apontados, assim como outras particularidades dos países mencionados, atuaram no sentido de possibilitar a disponibilidade do *funding* por parte do setor privado. No entanto, a alocação do estoque de riqueza em ativos financeiros de longo prazo não é uma tarefa simples, como já foi dito. Mesmo entre países desenvolvidos, a literatura aponta apenas os exemplos do Reino Unido, EUA e Alemanha onde as forças de mercado conseguiram, de forma relativamente espontânea, desenvolver mecanismos privados de

financiamento de longo prazo. Por isso, na grande maioria dos países, o Estado teve um importante papel na canalização de *funding* para as empresas, como será mostrado a seguir.

1.3.3 Modelo de Sistema Financeiro baseado em Crédito Público

A industrialização em um momento histórico posterior criou, em vários países de industrialização tardia, necessidades distintas dos casos até aqui retratados no tocante ao financiamento. Como ressalta Gerschenkron (1962, p.6-11), o desenvolvimento de um país atrasado pode ser fundamentalmente diferente do desenvolvimento de um país avançado, especialmente no que tange ao ritmo de crescimento industrial, às estruturas de produção e à organização da indústria.

Diante disso, bancos públicos foram uma importante ferramenta para o desenvolvimento de diversos países que se industrializaram após a Segunda Guerra Mundial. Eles proporcionaram maior poder de influência do Estado, permitindo a implementação de políticas de desenvolvimento onde certas necessidades dificilmente poderiam ser atendidas de forma espontânea.

Assim, o terceiro grupo, representado na obra de Zysman (1983) por França e Japão, também possui sistema financeiro baseado em crédito, mas neles foi o Estado que, a partir de recursos fiscais ou da captação de poupança do público, liderou o processo de financiamento da economia.

Diante da inexistência de financiamento privado de longo prazo, da fragilidade de suas instituições financeiras no pós-guerra e da urgência em se realizar os investimentos necessários à reconstrução e ao desenvolvimento (*catch-up*), os governos desses países se viram compelidos a intervir, por meio de instituições parcial ou totalmente públicas, provendo suas indústrias de capital de longo prazo e selecionando os setores que deveriam liderar o processo de crescimento de suas economias.

Neste modelo, bancos comerciais (privados ou públicos) concedem crédito de curto prazo, enquanto os bancos de desenvolvimento se responsabilizam pela captação de poupança – frequentemente de maneira compulsória – e por emprestar a longo prazo para as empresas inversoras.

Japão e França foram os exemplos dados por Zysman (1983), mas cabe ressaltar que bancos de desenvolvimento ou agências governamentais de papel semelhante foram a saída encontrada por praticamente todos países com algum grau de desenvolvimento industrial, inclusive o Brasil, para atender suas necessidades de financiamento de longo prazo diante de sistemas financeiros domésticos pouco desenvolvidos.

1.4 Considerações Finais

Uma vez tomada a decisão de investir, o que determina a viabilidade do investimento é a disponibilidade de financiamento e suas condições. Em um primeiro momento o investidor deve conseguir meios de pagamento para realizar os gastos referentes ao investimento (*finance*). Posteriormente, o investidor deve ser capaz de trocar as obrigações contratadas anteriormente por passivos de longo prazo (*funding*). Um sistema financeiro eficiente deve ser capaz de possibilitar as duas etapas (CARVALHO, 1995, p.16).

A última etapa, contudo, não é trivial. Investimentos são normalmente projetos de longo prazo e alguns projetos importantes para a sociedade, como investimentos em infra-estrutura por exemplo, possuem prazo especialmente longo. Tendo em vista a incerteza inerente ao ambiente econômico, é natural que os agentes tenham preferência por ativos mais líquidos e, portanto, relutem em se comprometer com o financiamentos de longo prazo.

A resistência do setor privado em conceder crédito de longo prazo se justifica pelas características particulares deste tipo de financiamento. Um empréstimo é sempre uma aposta na solvência futura do cliente. O empréstimo de longo prazo, contudo, por trabalhar com

horizontes mais longos, está mais sujeito à incerteza e aumenta a exposição do banco aos riscos, de forma que este tipo de empréstimo é mais difícil de ser assegurado por qualquer tipo de ativo físico (ZYSMAN, 1983, p.62).

Dessa forma, não é natural o desenvolvimento espontâneo de mecanismos privados de financiamento de longo prazo. Uma evidência disso é o fato de que em apenas três países – EUA, Reino Unido e Alemanha – foi observado o surgimento espontâneo desses mecanismos.

Diante da importância do financiamento para possibilitar o desenvolvimento econômico e da relutância de agentes privados em concedê-los, governos de inúmeros países criaram instituições especializadas para essa função: os bancos de desenvolvimento. Em outras palavras, os bancos de desenvolvimento surgiram para atuar na oferta de *funding* para a economia, preenchendo uma persistente lacuna deixada pelo setor financeiro privado.

Capítulo 2 – Origem e Evolução dos Bancos de Desenvolvimento

2.1 Introdução

Mostrou-se no capítulo anterior que, em decorrência de determinadas condições como a incerteza, a preferência por liquidez e os problemas relacionados à informação, funções importantes do sistema financeiro, como a oferta de *funding* em condições adequadas ao investimento, não são desempenhadas, ou as são de forma precária.

Para contornar ou sanar esses problemas, os governos de países desenvolvidos e em desenvolvimento, principalmente entre o Segundo Pós-Guerra e os anos oitenta, mas até hoje, intervêm no sistema financeiro. A intervenção governamental pode ser indireta ou direta. A forma indireta se dá por meio dos instrumentos de política monetária, política fiscal/tributária, políticas de natureza regulatória de um modo geral e a legislação, sendo todos estes mecanismos de natureza indutora. A intervenção direta, por sua vez, é aquela em que o governo atua diretamente sobre o mercado de crédito, emprestando, concedendo garantias e assumindo o risco de operações. Tais ações são freqüentemente desempenhadas por agências, bancos do governo ou instituições financeiras de desenvolvimento (IFD's) em geral¹⁰ (ARONOVICH & FERNANDES, 2006, p.6-7).

O objeto de estudo deste capítulo é o banco de desenvolvimento (BD), um tipo de IFD freqüentemente utilizada por governos e organismos multilaterais para complementar e/ou

¹⁰ Bruck (2001a, p.9-10) faz uma distinção entre instituições financeiras de desenvolvimento (IFDs) e bancos de desenvolvimento, bem como entre banco de desenvolvimento e a prática de “development banking”. Para os propósitos deste trabalho, contudo, basta mencionar que IFD abrange um escopo mais amplo de instituições do que banco de desenvolvimento e que a prática de “development banking” será considerada como aquela natural do banco de desenvolvimento, desenhada para auxiliar um país/região a atingir um nível mais alto de desenvolvimento.

fomentar o setor financeiro privado nos segmentos onde ele é relutante em atuar, constituindo um importante instrumento de intervenção do Estado no sistema financeiro.

O BD não é uma instituição nova. Seu surgimento data da primeira metade do século XIX e sua utilização é mais difundida do que pode parecer à primeira vista, estando presente em países desenvolvidos¹¹ e em desenvolvimento. Segundo Bruck (2002, p.66), existem hoje mais de 550 instituições financeiras de desenvolvimento. Segundo a ONU, existem atualmente mais de 750 bancos de desenvolvimento. Para a ALIDE, apenas na América Latina e Caribe bancos de desenvolvimento contabilizam 152. No entanto, Aronovich e Fernandes (2006) chamam a atenção para o fato de que esses números podem estar superestimados pelo fato de que parcela significativa das instituições consideradas são de países islâmicos, onde a proibição de cobrança de juros faz com que muitos bancos privados mudem sua forma de atuação para não serem identificados como bancos comerciais. Da mesma forma, segundo eles, os números da ALIDE devem contar instituições não-financeiras, ou instituições privadas ou recentemente privatizadas, mas que participam em questões de integração regional. Não obstante essas ressalvas, os números são expressivos o suficiente para se atestar a importância e abrangência deste tipo de instituição.

Tendo em vista a ampla utilização, chama a atenção a pequena quantidade de estudos realizados sobre este tipo de instituição. Isso pode ser reflexo da própria dificuldade de se definir o que seja um BD. Essas instituições têm adotado formas e funções tão diversas que, a despeito de estarem designadas pelo mesmo nome, muitas vezes têm pouco em comum. Como afirma Diamond (1960, p.13):

“Su propiedad, fuente de financiación, grado de dependencia del gobierno, objetivos y métodos de operación, difieren dentro de un amplia margen de posibilidades.”

¹¹ Como os “Merchant Banks” ou “Industrial Banks” e o “Eximbank” nos EUA (UN-DESA, 2005). Para mais exemplos de Instituições Financeiras de Desenvolvimento em países desenvolvidos ver Aronovich e Fernandes (2006).

Alguns BD's são do governo, outros são combinação do setor público e privado, outros são inteiramente privados, e existem ainda os multilaterais. Alguns são dedicados ao financiamento de empresas estatais, outros exclusivamente ao setor privado e outros atuam nos dois campos. Alguns interessados em toda a economia e outros apenas em setores específicos. Alguns são nacionais, outros regionais. Tamanha heterogeneidade deriva do fato de que a criação de cada BD está intimamente relacionada à história e particularidades de cada país, e às necessidades para cujo atendimento ele foi criado. Como explicou Gerschenkron (1962), o desenvolvimento dos países tende a ser diferenciado em diversos aspectos importantes em virtude do momento histórico em que se deu, dos recursos disponíveis, dos objetivos almejados e da cultura de cada país.

Isso cria a dificuldade de se estabelecer uma definição precisa para o termo. Aghion (1999, p.83) define BD como uma instituição preocupada primordialmente com o empréstimo de capitais de longo prazo. No entanto, a própria autora ressalta o papel do BD na transferência de *know-how* em projetos de longo prazo para o setor privado. Aronovich e Fernandes (2006, p.9) o caracterizam como instituições que agem em complementaridade ao mercado, com foco normalmente em empréstimos a projetos de longo prazo e buscando pelo menos um dos seguintes objetivos: potencialização do crescimento, estabilização econômica e equidade no acesso ao crédito.

Isto posto, o presente capítulo se propõe a analisar um pouco mais a fundo os BD's. O capítulo será dividido em sete partes, sendo a primeira esta introdução. A segunda seção tratará da definição de banco de desenvolvimento. A terceira se ocupará da origem dessas instituições. A quarta será dedicada à exposição da evolução do BD's entre o Segundo Pós-Guerra, período de criação de muitos dos BD's ainda existentes, até os anos oitenta, com destaque para certas práticas importantes para a caracterização dos BD's da época. A quinta seção buscará fazer um breve panorama sobre o movimento de liberalização financeira, em

larga medida responsável pela inflexão observada no modo de atuação dos BD's nos anos noventa, tema da quarta seção do capítulo. Por fim, na sétima seção serão feitas as considerações finais.

Ao longo do capítulo, serão destacados os princípios e práticas que, dentro da grande diversidade dos BD's, foram mais largamente utilizados. Não se espera, com isso, organizar um manual definitivo ou traçar uma linha única e rígida de atuação destas instituições. Em face da diversidade de suas estruturas, objetivos, práticas adotadas, relacionamento com o mercado e com o governo, etc, o capítulo pretende tão somente organizar as contribuições de autores renomados no tema, utilizando a cronologia de sua evolução como guia, para possibilitar uma compreensão mais ampla do que vem ser e de como evoluiu este tipo de instituição.

2.2 O que são Bancos de Desenvolvimento

Convencionou-se chamar banco de desenvolvimento as instituições criadas para apoiar o desenvolvimento econômico naquelas áreas em que o setor financeiro privado não atuava espontaneamente. O financiamento de longo prazo, como demonstrado no primeiro capítulo, por um lado é fundamental para a viabilização do investimento ao permitir ao investidor adequar sua estrutura de passivo com seu ativo; por outro, é particularmente difícil de ser espontaneamente disponibilizado pelo setor privado, tornando-se, assim, o principal motivo de criação dos BD's ao longo da história.

No entanto, o financiamento de longo prazo não é o único serviço financeiro no qual o setor privado reluta em atuar. Dessa forma, o crédito a pequenas e médias empresas (PME), o desenvolvimento do mercado de capitais, o crédito a novas empresas¹², o financiamento a novos setores de atividade, o financiamento de atividades inovadoras ou que envolvam

¹² Para Diamond (1960, p.50), a dificuldade de conseguir financiamento no mercado constitui um problema especial para a nova e pequena empresa. Uma vez que o autofinanciamento é privilégio de uma prosperidade adquirida, ele pode não constituir uma alternativa para essas empresas. Como para essas empresas o autofinanciamento é difícil, o não atendimento de suas necessidades pelo mercado se torna um problema ainda mais grave.

pesquisa e desenvolvimento (P&D), o financiamento de projetos que envolvam retornos sociais maiores que os retornos privados, transferência de know-how e tecnologia, entre outros, também constituíram atividades atendidas pelos BD's ao longo da história.

O BD não é fruto de nenhuma recomendação de política econômica ou prática teorizadas em universidades, mas sim de necessidades específicas de cada país. Isto é, o BD é uma instituição de caráter inerentemente pragmático. Uma vez que as necessidades de cada economia eram distintas entre si, as lacunas nos sistemas financeiros nacionais também eram idiossincráticas. Ou seja, a despeito do peso do financiamento de longo prazo, os BD's surgem para atender necessidades diferentes em sistemas financeiros com deficiências diferentes. Como afirma Peña (2001, p.13):

“The primary role of development banks is to supply the ‘missing ingredients’ needed to sustain the current level of economic development and bring the country into a higher level. For many developing countries, the missing ingredients include capital, technology, foreign exchange, and entrepreneurship.”

Bruck (2001a, p.10-12) chama a atenção para o fato de que esta instituição se assemelha ao banco de investimento pelo foco no financiamento de longo prazo¹³. Não obstante, existem importantes diferenças entre essas instituições, no que diz respeito aos critérios de seleção dos projetos financiados e a políticas operacionais. Para o autor, a aprovação do financiamento de um projeto por um BD deve estar sujeita à avaliação do custo-benefício sócio-econômico.

A avaliação do custo-benefício do projeto examina se o projeto considerado trará benefícios à economia e à sociedade. Mais especificamente, avalia a contribuição esperada do projeto para a economia como um todo, para setores específicos, para o aumento do nível de

¹³ Ao prover capital de longo prazo para novas e inovadoras atividades produtivas, os bancos industriais do final do século XIX interpretavam essencialmente o papel desempenhado pelos BD's de hoje. Entre o final do século XIX e 1929, os bancos de investimento dos EUA e Europa se tornaram instituições financeiras muito lucrativas e poderosas, capazes de captar recursos em mercados de capitais em diferentes partes do mundo. Com a abundância de recursos eles proviam recursos de longo prazo para a expansão de atividades industriais e criação de novas indústrias nos países avançados, atuando assim, de uma forma mais próxima de como historicamente atuaram os BD's (BRUCK, 2001a, p.13).

emprego, para a renda pessoal de determinados segmentos da população, para a melhoria da distribuição de renda ou de indicadores sociais.

“These questions are addressed in the economic and social appraisal of projects and unless significant positive economic benefits can be expected from a project, a development bank will not approve the financing of the project.” (BRUCK, 2001a, p.11).

A condicionalidade ao benefício sócio-econômico para o apoio de um projeto por um BD é corroborada pela definição dada pela Organização das Nações Unidas (ONU):

“[...] national development banks can be defined as ‘financial institutions set up to foster economic development, often taking into account objectives of social development and regional integration, mainly by providing long-term financing to, or facilitating the financing of, projects generating positive externalities’”. (UN-DESA, 2005, p.11).

Assim, segundo Bruck (2001a) os BD's foram criados principalmente para:

- a) Prover financiamento de longo prazo;

A principal função assumida pelos BD's ao longo da história foi prover financiamento de longo prazo. A razão disso é que, como foi mostrado no primeiro capítulo, por um lado este tipo de financiamento é crucial para a realização de investimentos importantes para o desenvolvimento econômico e para a manutenção do crescimento, e por outro lado, os riscos e incertezas envolvidas neste tipo de transação inibe seu provimento por parte do setor privado.

- b) Promover o desenvolvimento do mercado de capitais;

Uma das mais importantes atividades atribuídas aos BD's foi o estímulo ao mercado de capitais, a qual pode ser exercida por meio da compra de ações ou títulos de empresas. Além disso, o BD pode estimular o mercado de capitais vendendo suas próprias ações ou bônus; ajudando empresas a lançar seus valores no mercado de capitais e vendendo ativos de sua própria carteira tão ampla e rapidamente quanto possível, gerando liquidez no mercado secundário (o que segundo DIAMOND [1960] é recomendável).

Assim, os BD's confrontam barreiras culturais como a resistência em abrir capital por parte de alguns empresários e também a de investidores potenciais, que pouco sabem sobre

bolsa de valores e se sentem receosos, ajudando, assim, a criação de mercados financeiros inclusivos (DIAMOND, 1960), alterando a alocação do estoque de riqueza financeira, de forma a incentivar uma alocação da riqueza mais funcional ao desenvolvimento econômico.

c) Atuar como agente financeiro e catalisador;

BD's também desempenham a função de agentes financeiros, aglomerando recursos privados, públicos, externos e domésticos para a construção de um pacote de financiamento, especialmente quando o volume de financiamento necessário para um projeto supera a capacidade financeira de um banco.

Além disso, o BD atua como catalisador quando ele facilita o acesso de potenciais emprestadores a novas fontes de financiamento e ajudando a conseguir acesso a fontes privadas ou externas. Segundo Peña (2001, p.16), o simples fato do BD apoiar o projeto já lhe confere um certo grau de credibilidade, melhorando a percepção dos financiadores privados em relação ao mesmo e facilitando o acesso da empresa investidora ao financiamento.

d) Financiar e promover atividades inovadoras;

A promoção de atividades inovadoras, assim como qualquer projeto de longo prazo, também sofre com a escassez de recursos privados de longo prazo. Não apenas muitos dos projetos de P&D são de longo prazo, como este tipo de atividade é naturalmente arriscada e pode envolver retornos sociais superiores aos retornos privados, o que pode reforçar a relutância do setor privado em financiá-lo. Assim, da mesma forma como ocorre com o financiamento de projetos de longo prazo, projetos inovadores (que não raramente também são de longo prazo), que envolvem P&D, ou que são potenciais geradoras de spill-overs tecnológicos, etc., costumaram ser apoiados por BD's. Neste caso, o BD, além de financiar, pode atuar como empreendedor, assumindo o risco do desenvolvimento de novas e estratégicas atividades produtivas. Segundo Peña (2001, p.15), BD's tem um papel "supply leading", ou seja, o papel de prover serviços em antecipação e para a promoção da demanda

desses serviços. “In the supply-leading role, the development banks should seek every opportunity to ‘stimulate’ the demand for the missing ingredients and to create the capacity to absorb it.”

Para Diamond (1960, p.82), de uma extensa e inevitavelmente incompleta lista de atividades dos BD's, a provisão de iniciativa e assistência técnica na criação e manejo de novas empresas pode ser a de maior importância.

e) Prover assistência técnica.

Quando um país carece de determinados serviços técnicos especializados necessários ao processo de produção moderna, atribui-se aos BD's a tarefa de financiar projetos capazes de trazer estes serviços de fora, ou ainda, apoiar seu desenvolvimento interno. BD's cumprem essa tarefa por meio da transferência de know-how ou da assistência técnica, o que pode incluir a criação de instituições de pesquisa, a criação de firmas de consultoria, a criação da capacidade de desenvolver estudos, treinamento para o setor privado e inclusão dos recursos para o financiamento de consultoria especializada no financiamento do projeto (BRUCK, 2001a, p.28).

Da mesma forma que Bruck (2001a), a ONU também lista objetivos, ou linhas de ação direcionadas para o desenvolvimento econômico e social, tradicionalmente adotadas por BD's, as quais ela denomina 5 A's:

- “(i) **Appraising** the economic and social development impacts of projects looking for financing;
- (ii) **Accompanying** investors over the long run through long-term loans;
- (iii) **Assisting** sectors that are essential to growth through technical assistance;
- (iv) **Attracting** investors by playing a role of catalyst for financing operations;
- (v) **Alleviating** the negative impact of financial crises through counter-cyclical financing by offering loans even during downturns and by pooling efforts with regional financing institutions.” (UN-DESA, 2005, p.11).

Em relação ao último ponto, Diamond (1960, p.76) chama a atenção para os momentos e locais onde há casos de escassez de demanda por créditos. Nesses casos o banco pode ter que realizar campanhas de promoção, o que segundo ele, era muito comum em bancos americanos. Bancos de desenvolvimento no século XIX, ainda segundo o autor, utilizaram muito este tipo de estratégia para aumentar a demanda por seus produtos, e criaram por si mesmos, uma porção substancial de negócios.

2.3 Origens do Banco de Desenvolvimento

Não se pode afirmar com exatidão qual a origem da instituição que hoje é conhecida por banco de desenvolvimento, nem tampouco traçar uma única trajetória para sua evolução. Pode-se dizer, no entanto, que foi a necessidade de se realizar grandes investimentos nos países então atrasados no pós-Revolução Industrial que detonou o processo de formação desta instituição.

No início do século XIX a Europa vivia um período de grande crescimento econômico, o qual foi acompanhado pelo surgimento de grandes instituições financeiras. Estas, no entanto, não proviam de financiamento de longo prazo à indústria em expansão. Isso ocorria porque essas instituições relutavam em assumir os riscos de financiar novas empresas e porque elas não possuíam o “know-how” necessário para lidar com investimentos de longo prazo (GERSCHENKRON, 1962, p.11-16; DIAMOND, 1960, p.41, AGHION, 1999, p.86-87).

Diante disso, os governos nacionais passaram a apoiar algumas delas, visando não apenas provê-las de recursos, mas principalmente transferir *expertise* para o financiamento a longo prazo. Segundo Aghion (1999, p.85) e Diamond (1960, p.38), o primeiro desses casos data de 1822, em Bruxelas, com a criação da Société Générale pour Favoriser L’Industrie National, como um banco na forma de sociedade anônima que vendia títulos e ações, ajudando a financiar iniciativas comerciais e industriais. Já a Organização das Nações Unidas (ONU)

afirma que as origens dos BD's remetem ao início da Revolução industrial e cita casos de bancos anteriores ao Société Général, inclusive em países em desenvolvimento, como é o caso do Banco de Avio, no México, criado em 1821 para apoiar o setor ferroviário, entre outros (UN-DESA, 2005, p.6).

A despeito da imprecisão sobre a data e localidade do primeiro BD, sabe-se que foi a partir da França que este tipo de instituição se difundiu na forma como é conhecida atualmente.

A falta de confiança nas instituições e o ambiente extremamente volátil da França em meados do século XIX faziam da prática de empréstimos bancários algo restrito a antigos clientes, parentes e amigos. É nesse ambiente, no entanto, que os irmãos Emile e Isaac Pereire, conhecidos financistas franceses da época fundam, em 1852, o *Société Générale du Crédit Mobilier*, um banco destinado ao apoio de grandes projetos de infra-estrutura, especialmente a construção de ferrovias e que, segundo Diamond (1960, p.42), foi o protótipo do BD de hoje¹⁴.

“The difference between banks of the credit mobilier type and commercial banks in the advanced industrial country of the time (England) was absolute. Between the English bank essentially designed to serve as a source of short-term capital and a bank designed to finance the long-run investment needs of the economy there was a complete gulf.” (GERSCHENKRON, 1962, p.13).

As principais inovações do Crédit Mobilier consistiam na mobilização de vultosos recursos para o desenvolvimento industrial e assumir funções empresariais onde estas fossem imprescindíveis.

Segundo Diamond (1960, p.40-41), foi de suma importância para o desenvolvimento industrial da Europa no século XIX que as associações do Crédit Mobilier não fossem simplesmente pelo empréstimo de longo prazo, mas tivessem papel estratégico em certos

¹⁴ Um fato curioso é que o surgimento do BD tem sua origem próxima de ideais socialistas. Os irmãos Pereire eram seguidores da doutrina socialista santo-simoniana, que, apesar de pouco ter a ver com o socialismo tal como difundido posteriormente, pregava o planejamento da economia em direção ao desenvolvimento (GERSCHENKRON, 1962, p.23). Para tal tarefa, os irmãos Pereire viam os bancos desempenhando um importante papel como “instrumento de organização e desenvolvimento da economia”, e enxergavam a si e a seus companheiros mais como missionários do que como banqueiros.

setores econômicos e nos empreendimentos de larga escala. Os bancos do tipo *Crédit Mobilier* participaram no capital de muitas empresas, atuavam na subscrição de títulos e concediam garantias. No processo, estimularam o desenvolvimento das empresas em um formato corporativo, segundo o autor, mais apropriado para operações de grande escala. Também estimularam o interesse do público em bolsa de valores e o crescimento de outras instituições características de mercados de capitais de países desenvolvidos. Além disso, como assumiram parte do controle das empresas com as quais se associavam, desempenharam o importante papel de consultor técnico e provedor de talento executivo.

Apesar da curta trajetória (o banco faliu em 1867¹⁵), o *Crédit Mobilier* inspirou a criação de diversos bancos na França, Bélgica Alemanha aos seus modos, com grande influência sobre o destino da Europa Continental¹⁶. Suas práticas se difundiram por meio da abertura de filiais em outros países – como o *Darmstadter Bank*, na Alemanha, o *Credito Mobiliario Espanhol* na Espanha e o *Credito Mobiliare Italiano*, na Itália –, mas principalmente, pela imitação e incorporação dessas práticas por seus rivais. Nestas instituições, os objetivos eram comuns: a provisão de capital e de *expertise* quando se acreditava que um ou ambos destes requisitos faltavam para o desenvolvimento econômico (DIAMOND, 1960, p.14-15). Ainda que às vezes um se destaque, às vezes outro, em geral, o propósito de se estabelecer um BD era o de proporcionar estes dois fatores a fim de acelerar o processo de desenvolvimento.

Segundo Diamond (1960, p.42), ao atuar como financiadores, planejadores e mesmo como empresários e gerentes, o *Crédit Mobilier*, juntamente com seus sucessores e imitadores, atenderam a diversas necessidades da economia européia mediante: a) a mobilização de grandes somas de capital de outros bancos e indivíduos; b) a utilização desse capital para o

¹⁵ Segundo Gerschenkron (1962, p.13), o *Crédit Mobilier* travou, desde o início de suas atividades, um violento conflito com representantes do sistema bancário francês tradicional. Este conflito enfraqueceu o *Crédit Mobilier* e foi um dos principais motivos de sua falência.

¹⁶ Talvez uma das mais importantes contribuições do *Crédit Mobilier* para o destino da Europa reside em sua influência e na incorporação de seu modo de atuação nas instituições bancárias alemãs, que posteriormente se tornaram bancos universais (GERSCHENKRON, 1962).

investimento em ações e empréstimos de longo prazo; c) a promoção de novas empresas de serviços básicos, mineração e indústria secundária; d) a concessão de empréstimos a autoridades públicas; e) a facilitação do uso da sociedade anônima; e f) a ajuda na criação de instituições financeiras e mercados de capitais. Ainda segundo o autor:

“Estos bancos fueron destinados de una plumada a aliviar las limitaciones de capital, empresa y destrezas tanto ejecutivas como técnicas a las que se enfrentan los países que buscan desarrollar-se rápidamente. La Société Générale y el Crédit Mobilier fueran así los prototipos tanto de la banca continental de inversión del siglo XIX como el ‘banco de fomento’ de hoy.” (DIAMOND, 1960, p.42)

De modo geral, os BD's do século XIX seguiam o modelo do Crédit Mobilier. Na época era comum chamá-los de “bancos industriais” e a maior parte deles tinha maior participação privada que estatal (DIAMOND, 1960, p.34-45), ainda que todos mantivessem ligações com governos.

Após a Primeira Guerra Mundial, a reconstrução trouxe a urgência de realização de grandes investimentos. Contudo, no entre-guerras o risco e a incerteza se tornaram muito elevados. Como a grande maioria dos países não dispunha de um sistema financeiro organizado, a disponibilidade de financiamento por parte do setor privado foi consideravelmente reduzida. Isso gerou incentivos ao desenvolvimento de instituições financeiras patrocinadas pelo Estado, capazes de financiar os grandes projetos necessários à reconstrução.

À medida que a reconstrução avançava, crescia a necessidade que estas instituições participassem do financiamento de longo prazo a novos setores, como aço e construção naval (AGHION, 1999, p.86). Contudo, a crise dos anos trinta gerou escassez de fundos para instituições financeiras de forma geral, levando muitos BD's a crises financeiras e falências. No entanto, foi justamente nesse momento que muitos enxergaram a conveniência de se dispor deste tipo de instituição. A NAFINSA – Nacional Financiera, do México –, por exemplo, foi criada em 1934 no intuito de promover o mercado de capitais e canalizar fundos para o setor

produtivo da economia. Na Turquia, o Sümerbank, criado em 1933, e o Etibank, em 1935, tinham o papel de apoiar principalmente empresas privadas de aço e mineração.

Esta tendência de expansão dos BD's é reforçada com o fim da Segunda Guerra Mundial, como será mostrado na próxima seção.

2.4 Do Segundo Pós-Guerra aos anos 1980

Após a Segunda Guerra Mundial, a necessidade de reconstrução dos países destruídos pela guerra e de rápida industrialização de países latino-americanos e asiáticos, bem como a necessidade de investimentos em países com a independência recém declarada¹⁷, trouxeram a urgência de se realizar investimentos em larga escala. Como a grande maioria dos países (mesmo os que hoje são desenvolvidos) não dispunham de sistemas financeiros capazes de prover financiamento de longo prazo, eles dependiam de ajuda externa, ou nos casos em que ela não estava disponível, que o Estado criasse instituições que pudessem suprir essa demanda.

O Plano Marshall – criado em 1952, visando a reconstrução dos países europeus destruídos na Segunda Guerra Mundial – tornou possível a reconstrução e re-industrialização da Europa. Ao contrário dos países da Europa, contudo, a maioria dos países do mundo não era contemplada por um plano internacional capaz de financiar sua reconstrução e modernização¹⁸. Na realidade, a grande maioria dos países em desenvolvimento não possuíam fontes de financiamento para sua industrialização. Por isso, governos em diversos países ao redor do mundo criaram BD's para financiar a industrialização, por meio de planos de

¹⁷ É o caso da Corporação de Financiamento Industrial da Índia (IFCI), fundado em 1948, do *Banque Gabonaise de Développement*, criado em 1960, e da Corporação de Desenvolvimento de Botsuana, criada em 1970 para ser a principal agência de comércio e desenvolvimento industrial do país (UN-DESA, 2005, p.6).

¹⁸ O Banco Mundial estava incumbido de financiar o desenvolvimento dos países atrasados. Contudo, ao contrário de estimular a industrialização, os empréstimos eram normalmente voltados para setores como a agricultura, como foi o caso da Turquia. (AMSDEN, 2001, p.313, nota 2).

desenvolvimento nacional, como os "Planes de Acción Inmediata" no Chile, o Plano de Metas e o II PND no Brasil, os "Five-Years Plans" na Coréia e na Turquia, etc.

Houve, assim, um novo impulso para a criação de BD's. Foi nessa época, entre o Segundo Pós-Guerra e os anos 80, época marcada também pela atuação do Estado Desenvolvimentista, que mais BD's foram criados e que sua importância para o desenvolvimento de seus respectivos países/regiões foi maior. Alguns exemplos de BD's criados no período são: Japan Development Bank (JDB, atualmente Development Bank of Japan); o Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) na Alemanha, criado em 1948; o Industrial Development Bank do Canadá – atualmente Bank of Development of Canadá (BDC) – criado em 1944; e o Korean Development Bank (KDB), fundado em 1954 com o objetivo de prover crédito de médio e longo prazo para a indústria coreana. A partir de 1961, o papel do KDB se insere em um esquema mais complexo de controle do sistema financeiro por parte do Estado coreano. Como todos os bancos comerciais se tornam propriedade do Estado e outros bancos de desenvolvimento foram criados, praticamente todo o sistema bancário se volta ao plano de industrialização do governo, atuando em consonância e complementaridade na oferta de financiamento aos setores estratégicos (CHO & KIM, 1995, p.31). Banco Mundial, criado em 1944.

O embrião de muitos dos BD's criados no período foram as instituições financeiras criadas para distribuir internamente, entre projetos de desenvolvimento público e privados¹⁹, linhas de crédito externas, como por exemplo as do Banco Mundial, da Agência Americana para o Desenvolvimento Internacional (USAID, bastante atuante na Coréia), a Agência Canadense de Desenvolvimento Internacional (CIDA), a Agência Sueca de Desenvolvimento Internacional (SIDA), o KfW, entre outros (BRUCK, 2001a, p.16).

¹⁹ Até 1967, era política do Banco Mundial que apenas a IFD's privadas fosse permitido pleitear seus recursos.

Isto posto, nesta seção, serão expostas tendências relativas a certas características dos BD's observadas no período do entre os anos 40 e 80. O objetivo disso não é delimitar as funções, atribuições ou melhores práticas de um BD, mas apenas montar um panorama geral das propriedades dessas instituições no período em que elas mais foram utilizadas.

2.4.1 Estrutura de Propriedade

A partir dos anos 50, inicia-se uma era de rápido crescimento no número de BD's no mundo. Nessa época, dois tipos de BD's são amplamente difundidos: aqueles de propriedade inteiramente estatal, com amplas funções de planejamento e financiamento do desenvolvimento econômico, principalmente na América Latina e na Ásia; e aqueles resultantes de iniciativas do Banco Mundial, de propriedade pelo menos parcialmente privada (incluindo estrangeira), mas fortemente apoiados pelos governos²⁰ (MATHEW, 2001, p.119). O movimento de criação de BD's aos moldes do Banco Mundial se iniciou com a criação em 1955 do International Finance Corporation (IFC), braço do Banco Mundial destinado a empréstimos privados (KONGSIRI, 2002, p.91).

A declaração de independência de diversos países, evidentemente sem um setor financeiro privado desenvolvido, somada à popularidade das agências governamentais como meios para a promoção do rápido crescimento serviram de estímulo para a expansão destas instituições (MATHEW, 2001, p.119-20).

2.4.2 Funding e Mobilização de Recursos Financeiros

As fontes de *funding* dos BD's variaram dentro de uma vasta gama de opções. Contudo, dada a escassez de capital ao fim da Segunda Guerra Mundial, os BD's de meados do século XX praticamente não dispunham de recursos privados para seu *funding*. Dessa forma, a grande

²⁰ Este era o caso Korea Development Finance Corporation (KFDC) na Coreia do Sul, do China Development Corporation (CDC) em Taiwan e do Industrial Finance Development of Thailand (IFDT) (KONGSIRI, 2002, p.92).

maioria destas instituições, ao contrário de seus predecessores do século XIX, pelo menos inicialmente, eram financiadas com recursos públicos.

Ao longo do tempo, contudo, foram ganhando importância os recursos “off-budget”, não provenientes de impostos. Eles normalmente eram originários de fontes externas ao orçamento do governo e ao processo político, como empréstimos de organizações multilaterais ou agências de desenvolvimento de países desenvolvidos, depósitos em bancos de propriedade do Estado e fundos de pensão estatais, normalmente constituídos por poupança compulsória (AMSDEN, 2001, p.133).

Na NAFINSA, por exemplo, a participação de empréstimos externos no seu *funding* passou de zero em 1941 a 57,7% em 1961. O KDB financiava suas atividades principalmente por meio da emissão de debêntures compradas em sua maioria por outros bancos estatais. O Malayan Industrial Development Finance (MIDF) era inicialmente financiado pelo governo central com recursos de empréstimos externos e domésticos, além dos impostos, a longo prazo sem juros (AMSDEN, 2001, p.133).

Esta foi uma importante evolução das práticas dos BD's. Recursos “off-budget” aumentavam a autonomia dos BD's para atuar de acordo com planos estratégicos de longo prazo, reduzindo as possibilidades dos governantes imporem o apoio de projetos políticos pessoais. Isso fortaleceu enormemente a burocracia responsável pelo planejamento, financiamento e industrialização. No entanto, cabe dizer, o Estado sempre teve importância na composição do *funding* dessas instituições. Seja utilizando o aval do Estado para captar recursos externos, seja para validar o uso de fundos de poupança compulsória.

2.4.2 Alvos

O papel dos bancos de desenvolvimento na economia é dinâmico. Independentemente da estratégia do BD, as mudanças nas circunstâncias e a evolução das necessidades da economia cedo ou tarde requerem a revisão ou o redirecionamento de suas atividades.

Segundo Diamond (2001, p.45), a atuação dos BD é dinâmica porque: (a) como resultado da expansão econômica, a estrutura industrial se altera, de forma que tanto o volume quanto a natureza das necessidades financeiras da indústria devem mudar; (b) a expansão econômica geralmente vem acompanhada pelo desenvolvimento financeiro, de modo que novos serviços trazidos por instituições especializadas podem entrar em competição direta com o BD; (c) o BD percebe novas oportunidades de negócios, algumas decorrentes das mudanças econômicas (como a expansão da demanda por crédito à exportação, por exemplo), outras decorrentes dos próprios esforços do BD na área de inovação; (d) a busca dos BD's por novas fontes de financiamento pode fomentar certas atividades ou criar a necessidade de novas atividades financeiras.

Assim, os setores priorizados pelos BD's mudaram ao longo do tempo à medida que mudavam as necessidades de seus países e o ambiente econômico em que os BD's estão atuando.

O setor de infra-estrutura foi o primeiro grande alvo dessas instituições no segundo pós-guerra²¹. Ao longo das décadas, esse setor foi perdendo importância, especialmente para a indústria, à medida que as principais demandas no setor eram atendidas. No entanto, até os anos 90, ele era o destino de uma significativa parcela dos desembolsos dos bancos. A evolução da participação do setor nos desembolsos de alguns BD's da época pode ser verificada na Tabela 1.

²¹ A NAFINSA, “Como parte del marco institucional creado por el Estado mexicano para promover el desarrollo económico del país, se convirtió en el instrumento central para financiar el desarrollo de la infraestructura económica de México”. (NAFINSA, 2006).

Tabela 1 – Participação do setor de infra-estrutura no total dos empréstimos concedidos pelos BD's, 1948-1991.

Anos	Desembolsos para infra-estrutura (%)
México	
1948-49	44,7
1950-59	34,1
1960-69	40,0
1970-79	33,9
1980-89	27,5
1990-91	13,8
Brasil	
1953-59	74,0
1960-69	25,0
1970-79	27,0
1980-89	31,0
1990-91	Nd
Coréia do Sul	
1954-61	27,7
1962-71	17,7
1972-79	23,9
1980-89	11,0
1990-94	12,5

Nota: Infra-estrutura de acordo com definição dos relatórios dos BD's. Infra-estrutura inclui as seguintes categorias para os países dados - México: geração de energia, transporte, irrigação, comunicação; Brasil: energia elétrica, ferrovia, rodovia, água, outros; Índia: geração de energia, saneamento básico; Coréia: geração de energia, saneamento básico.

Fontes: BD's nacionais (em AMSDEN, 2001, p.127).

Freqüentemente, governos criavam instituições para planejar, financiar e executar projetos de investimento por sua conta. Assim, em diversos casos os BD's foram utilizados para financiar empresas estatais com projetos de investimento específicos, como infra-estrutura e indústria pesada, projetos estes que, acreditava-se, eram decisivos para o crescimento econômico acelerado²².

²² Historicamente, cerca de 70% do investimento em infra-estrutura em países em desenvolvimento foi financiado por instituições públicas. Apenas cerca de 22% foi financiado pelo setor privado e 8% por ajuda oficial. (Oxford Analytica *apud* UN-DESA, 2005, p.17).

“The state’s agent for financing investment was the development bank. From the viewpoint of the long-term capital supply for public and private investment, development banks throughout “the rest” were of overwhelming important” (AMSDEN, 2001, p.127).

Contudo, é importante lembrar que os critérios de alocação dos recursos dos BD’s, em geral, não seguiam uma diretriz teórica, mas sim a conveniência apontada pelos planos de desenvolvimento de seus países. Dessa forma, ainda que haja uma tendência geral de empréstimos para a infra-estrutura, havia muitos casos divergentes. Por exemplo, a Corporação de Financiamento Industrial da Índia (IFCI), primeiro BD da Índia fundado pouco após a independência em 1948, ao contrário da maioria dos BD’s na época, atendia às demandas da indústria instalada ao invés de promover indústrias estratégicas e financiar a infra-estrutura. Seu foco de atuação era: 1) expansão acelerada da indústria básica, firmas pequenas, e preferencialmente do setor público; 2) proteção e promoção de pequenas indústrias; 3) redução de disparidades regionais em termos de alocação da indústria, e; 4) prevenção do acúmulo de poder em mãos privadas (AMSDEN, 2001, p.137).

A importação de produtos da indústria pesada e equipamentos, assim como a expansão do consumo no pós-guerra e o aumento dos preços internacionais dos combustíveis começavam a afetar o balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento (PED). Além disso, em diversos países como na Coreia, o volume de recursos na forma de ajuda internacional diminuiu drasticamente já a partir dos anos 60. Problemas, com diferentes origens, relacionados à excassês de divisas, impulsionaram a difusão de estratégias de desenvolvimento baseadas em políticas de industrialização por substituição de importações (ISI). Nessas estratégias de desenvolvimento, BD’s foram de grande importância. Como sintetiza Amsden (2001):

“For a very short time, until balance of payments problem emerged, ‘the rest’ was cash rich from wartime profits and forced savings. As wealth began to vanish with imports, developmental banks went into action to build local industry.” (AMSDEN, 2001, p.125, aspas do original)

Assim, a partir dos anos 60, mas principalmente nos 70, os BD's concentraram esforços na industrialização, não raramente, concedendo empréstimos de longo prazo a taxas de juros reais negativas. Na Coreia, por exemplo, devido à alta inflação e à supervalorização do câmbio, o custo real dos empréstimos externos com garantias do KDB, era negativo durante todo período de industrialização pesada da Coreia entre 66 e os anos 80 (AMSDEN, 2001, p.133).

As prioridades dos BD's nacionais pode ser vista na Tabela 2 abaixo, que mostra os dois setores da indústria que mais receberam recursos dos BD's nos países selecionados.

Tabela 2 – Setores da indústria de maior participação nos desembolsos

País	Décadas ¹				
	1950	1960	1970	1980	1990
Índia (AIFIs), 1949	Alimentos, têxtil	químicos, textile	químicos, bens de capital	químicos, têxtil	químicos, siderurgia
Indonésia (CICB), 1952	Na	Na	químicos, textile	químicos, têxtil	químicos, textile
Coréia (KDB)	Na	Têxtil ³ , cerâmica	bens de capital, siderurgia	bens de capital, siderurgia	químicos, siderurgia, siderurgia, (Prod. de Min. não-met.)
Malásia (MIDF)	Químicos ²	siderurgia, madeira equip. de	alimentos, têxtil Equipamentos	siderurgia, alimentos	
México (NAFINSA)	Siderurgia, alimentos	transporte, siderurgia	de transporte, siderurgia	siderurgia, bens de capital	siderurgia, bens de capital
Turquia (TSKB)	têxtil, alimentos	cerâmica, têxtil	Equipamentos de transporte, textile	equipamentos de transporte, têxtil	Na

1. As duas indústrias que mais receberam recursos na década (a que mais recebeu listada primeiro). As definições das indústrias variam de país para país.

2. A única categoria além de "outros" listada nesses anos pela fonte.

3. Apenas 1969.

Químicos: Inclui petroquímicos, produtos químicos e fertilizantes. Para Coreia nos anos 90, "químicos" também inclui borracha, plástico e derivados de petróleo.

Siderurgia: Normalmente definida como "aço" ou "ferro e aço".

Bens de Capital: Pode ou não incluir maquinários elétricos.

Madeira: Definida de forma abrangente como madeiras e produtos de madeira.

Prod. de Minerais não metálicos: Inclui todos os produtos de minerais não metálicos.

Fonte: AMSDEN, 2001, p. 139.

Nos anos 80, diversos BD's, principalmente na América Latina, sofreram os impactos da crise da dívida externa, passando por um período turbulento de deterioração de suas próprias

finanças. Diante disso, se reduz o apoio à industrialização e criação de novos setores. Nos países endividados, como o México e o Brasil, significativos esforços dos BD's se voltaram para a redução do déficit comercial e o saneamento financeiro e garantia de sobrevivência de empresas consideradas estratégicas. Em outros países onde ideais liberais já tinham mais espaço, os BD's já davam sinais da transformação que nos anos 90 seria generalizada. Por exemplo, no Chile, comandado pela ditadura de Pinochet, a partir de meados dos anos 80 a CORFO “comenzara a sufrir un proceso de privatización que la llevó a desvirtuar completamente el rol para el cual había sido fundada.” (CORFO, 2006).

2.4.4 Importância dos BD's no período

A importância dos BD's para a economia de um país ou para o seu sistema financeiro é algo difícil de se mensurar. Uma abordagem possível consiste em medir a proporção dos investimentos na economia ou em determinado setor estratégico que são financiados por bancos de desenvolvimento.

A Tabela 3 abaixo mostra a participação dos desembolsos dos BD's no total de investimento em manufatura. Os dados não são bem comportados como seria desejável, pois eles são sensíveis aos períodos de forte crescimento, bem como aos períodos de recessão. No entanto, eles mostram uma considerável participação dos BD's no financiamento da indústria nos anos de 1970, 1980 e 1990.

Tabela 3 – Participação dos Bancos de Desenvolvimento no Investimento Manufatureiro Total, 1970 - 1990

País	(em %)		
	1970	1980	1990
Tailândia (Board of Investment)	ND	ND	45,9
Turquia (TSKB, Industrial Development Bank of Turquia)	6,7	ND	ND
Índia (todos os BD's)	7,6	16,8	26
Coréia (KDB)	44,7	10,1	15,3
México (NAFIN)	35,5	11,4	ND

Notas:

Índia: 1969-74 média, 1979-1980 e 1984-85

Tailândia: 1990. Represents % of manufacturing investment accounted for by BOI (Board of Investment) firms in 1990.

Turquia: Figure for TSKB lending represents 1968-69. This is divided by total manufacturing investment for 1969-70. Matching years were unavailable.

Fonte: Bancos de Desenvolvimento Nacionais (em AMSDEN, 2001, p.131).

Deve-se lembrar que o fato desses recursos serem de longo prazo e estarem disponíveis a setores estratégicos potencializa sua importância para a industrialização. Segundo Amsden (2001, p.127-9), a NAFINSA era responsável por quase o dobro de todo crédito de longo-prazo de todas as instituições privadas provedoras de crédito do México em 1961 (8,1 milhões de pesos da NAFINSA, contra 4,7 milhões do setor privado), e detinha o equivalente a 60% do total de ações em posse de instituições privadas. No final dos anos 60, na Índia, estima-se que mais de um quinto dos investimentos privados na indústria era financiado por BD's. O KDB, na Coreia, era responsável por cerca de 45% de todos os empréstimos a todas as indústrias do país em 1957.

No entanto, em diversos países, especialmente nos PED's, os mercados creditícios eram relativamente pouco diferenciados. Assim, a política de crédito e a atuação dos BD's públicos constituíam-se, na prática, nas únicas ofertas de crédito de longo prazo disponível (FERREIRA, FREITAS & SCHWARTZ, 1998, p.25-7). Diante disso, mais importante do que

avaliar a proporção do crédito total disponibilizado pelos BD's, seria verificar a proporção do total de financiamento de longo prazo proporcionado²³. Como afirma Gill (2001, p.77-8)

“It is useful to note, in this connection, that, in most countries, development banks represent perhaps 2-15% of the total assets of all domestic financial institutions. In general, the larger and more sophisticated the economy, the smaller is the role of development banks in the total financial system; but even in the smaller and least developed economies development banks still represent a relatively small proportion of the total assets of financial institutions compared to the commercial banks. However, development banks may represent 100% of the available supply of long-term loan funds in the smaller and least developed countries, and as much as 25% in the more advanced economies (such as Greece, Korea, etc).”

Da mesma forma, reitera Bruck (2001a, p.22):

“On a worldwide basis for the developing countries, the proportion of investment financing provided by development banks is probably only about 5 to 10 percent of long-term financing. But for the poorer countries – the countries with a low per-capita income – this proportion is substantially higher. It may reach 30 to 35 percent of long-term financing.”

Contudo, como o próprio autor adverte, a avaliação quantitativa não reflete a verdadeira importância dessas instituições. Deve-se levar em conta que, em geral, este financiamento não seria concedido pelo setor privado, e que, particularmente no caso do financiamento de longo prazo, ele normalmente se destina ao aumento da capacidade produtiva e à remoção de possíveis gargalos de infra-estrutura.

“[...] although the financing provided by the development finance institution may be a small proportion of the total investment in a country, this financing when coming from a lender of last resort, plays a critical role in creating those types of productions that otherwise would not be undertaken by private initiative, but nevertheless are very important for the development of the country.” (BRUCK, 2001, p.22).

A mesma posição é partilhada por Diamond (1957, *apud* Aghion, 1999, p.87):

“Probably the aggregate resources provided by the development banks have been small, but the fact that there were made available at particular times for strategically important enterprises and industries gave them a significance far greater than the amounts involved suggest”.

²³ Quando se considera apenas empréstimos de longo-prazo, em 1969, o KDB respondia por 53% do total (AMSDEN, 2001, p.128).

Além disso, a forte capacidade de intervenção dos governos nas décadas que seguiram o pós-guerra fez com que mesmo em países onde este tipo de instituição tinha menor importância (como na Coreia, Malásia, Tailândia, Taiwan e Turquia), o governo pudesse mobilizar o setor bancário no sentido de realizar financiamentos de longo prazo, fazendo-os atuar temporariamente como BD's²⁴. De forma que não se pode avaliar com exatidão a importância deste tipo de instituição por meio apenas dos seus desembolsos.

Logo, é difícil definir com precisão a importância dos desembolsos dos BD's no processo de industrialização, pois a industrialização depende de diversos fatores que fogem do escopo dos BD's. Sabe-se, contudo, que diversos países conseguiram se industrializar. A parcela do PIB representada pela indústria cresceu significativamente a partir de meados do século até os anos 80 (ver Tabela 4). Além disso, o setor de bens de capital aumenta consideravelmente sua importância na composição do PIB e da formação bruta de capital fixo. De forma que a industrialização, que motivou a criação de diversos BD's, foi, ainda que precariamente em alguns casos, alcançada.

²⁴ A Coreia, por exemplo, estatizou todos os bancos comerciais em 1961, coordenando todo o crédito do sistema financeiro de acordo com as prioridades estabelecidas pelo plano de desenvolvimento do Estado.

Tabela 4 – Taxas médias de crescimento anual do produto manufatureiro

	(em %)			
País	1950-60	1960-70	1970-80	1980-90
Brasil	nd	8,0	9,0	0,1
Chile	8,7	4,2	1,8	2,8
Coréia	nd	16,4	17,1	11,7
Índia	nd	6,2	4,2	7,2
Malásia	nd	10,9	11,8	4,3
México	16,9	8,1	7,1	1,9
Taiwan	nd	15	12,6	3,7
Tailândia	nd	9,1	10,1	-2,1
Turquia	nd	8,1	5,1	7,1
Japão	18,6	13,7	3,8	4,1

Fonte: Chile, Coréia, Índia, México e Japão: IMF (1985, 2000).
Brasil, Malásia, Taiwan, Tailândia e Turquia: AMSDEN, 2001,
p.12.

2.5 Liberalização Financeira

Os anos 70 observaram a ascensão de formulações teóricas desenvolvidas a partir dos trabalhos seminais de Edward Shaw (1973) e Ronald Mckinnon (1973). Com “discursos aparentemente neutros e antiintervencionistas” (FERREIRA, FREITAS & SCHWARTZ, 1998, p.23), tais teorias contestavam os modelos de desenvolvimento marcados por políticas de forte regulação do mercado financeiro, o que envolvia controle sobre as taxas de juros, volume e alocação do crédito, área de atuação das instituições financeiras e controle cambial. Essas práticas compunham, grosso modo, o que esses autores descrevem como Política de Repressão Financeira²⁵.

As condições institucionais que caracterizam a Política de Repressão Financeira eram observadas especialmente nos PED's, mas também em muitos PD's, e de forma geral, em todos os países que utilizaram BD's para o financiamento de sua industrialização. Segundo Shaw e Mackinnon, tais práticas eram responsáveis pela redução da quantidade e da qualidade

²⁵ A Política de Repressão Financeira nem sempre esteve associada a políticas de desenvolvimento econômico tal como exposta neste trabalho. Na realidade, seu caráter original era o de uma política para a estabilização financeira nos EUA pós crise dos anos 30. Para detalhes sobre a Política de Repressão Financeira, ver Hermann (2002a) e Fry (1995).

dos investimentos em uma economia, em geral decorrentes de distorções na taxa de juros real, que seria mantida abaixo do equilíbrio, e da taxa de câmbio real, persistentemente sobrevalorizada pela manutenção do regime de câmbio fixo em economias com altas taxas de inflação (caso da maioria dos PED's). Como consequência, tais economias sofreriam de: desestímulo à poupança, ineficiência do investimento decorrente do estímulo a projetos de investimento de baixa (ou negativa) rentabilidade, déficits sistemáticos no balanço de pagamentos, estímulo ao endividamento externo, entre outros (HERMANN, 2002a, capítulo 1; FRY, 1995, cap.2).

Assim, na década seguinte, ganham popularidade em PD's e PED's a adoção de *políticas de liberalização financeira*, que são aplicações em política econômica das recomendações das teorias mencionadas, e que, posteriormente, vão alterar profundamente a visão sobre o papel dos BD's. Segundo Hermann (2002a, p.11), tais políticas eram pautadas por duas diretrizes básicas:

“(a) a *desregulamentação* do setor financeiro, especialmente do segmento bancário, expressa na gradual eliminação de controles legais sobre as taxas de juros, a alocação do crédito e as áreas de atuação das instituições financeiras – processo pelo qual o modelo de sistemas financeiros segmentados vem sendo substituído pelo modelo de ‘bancos universais’; (b) a *ampliação do grau de abertura* do mercado, tanto para a captação de investimentos externos pelas instituições financeiras, através da liberalização gradual da conta de capital [...], quanto para a entrada de instituições estrangeiras no setor.”

De forma geral, o processo de liberalização em PD's e em PED's apontava para o mesmo sentido: reduzir o controle sobre os mercados de crédito e capitais. Contudo, cabe mencionar algumas importantes diferenças no que se refere às motivações do processo.

Nos PD's, a liberalização emerge como resposta a pressões competitivas entre instituições depositárias, em geral mais regulamentadas, e as não depositárias, o que colocava bancos em geral em posição desvantajosa com perigosas consequências para a saúde financeira do sistema bancário. Tais pressões se davam em um contexto marcado por:

- a) Forte instabilidade macroeconômica, em decorrência do rompimento do Acordo de Bretton Woods (1973) e dos dois choques do petróleo (1973 e 1979). O fim do Acordo de Bretton Woods levou ao fim dos regimes de câmbio fixo em diversos países. Somado ao primeiro choque do petróleo, isso inaugurou um período de fortes instabilidades e incerteza, marcado por problemas de balanço de pagamentos, pressões inflacionárias, e volatilidade de câmbio e juros em diversos países simultaneamente. Em resposta a este cenário, observou-se em muitos países o recrudescimento das políticas monetárias (HERMANN, 2002a, p.80).
- b) Forte avanço tecnológico nas áreas de comunicação e tecnologia da informação, o que reduzia o custos de transação para a transferência entre diferentes aplicações e instituições financeiras, viabilizando novos produtos e serviços;
- c) Inovações financeiras estimuladas pela própria rigidez da regulamentação. De forma geral, tais inovações aumentaram a importância das transações desintermediadas. Assim, diminuía proporção dos ativos sujeitos a controle pela regulação nos balanços dos bancos, reduzindo a efetividade do controle, de modo que, visando recuperar o controle sobre as taxas de juros e câmbio e sobre a liquidez do mercado financeiro, os reguladores passaram a apoiar a liberalização (HERMANN, 2002a, p.80-81).

Nos PED's, por sua vez, as reformas financeiras vêm a reboque do movimento observado nos PD's, criando para o capital internacional alternativas de investimento ao mercado financeiro internacional altamente competitivo. Ao invés de pressões internas, a motivação pela liberalização surge das crises macroeconômicas e da ascensão do modelo Shaw-Mckinnon. As mudanças no cenário internacional, principalmente a redução do fluxo comercial, choques do petróleo e choque de juros, colocaram em xeque os modelos de crescimento desses países. No caso dos PED's asiáticos, a redução do fluxo comercial decorrente da recessão dos PD's minava o modelo de crescimento liderado por exportações. Os PED's latinoamericanos, por sua vez, eram altamente dependentes da importação de bens intermediários, e seu modelo de crescimento, fortemente apoiado no financiamento externo com base em juros flutuantes, conduziu-os a altos níveis de endividamento externo. Com os

choques do petróleo, que elevaram significativamente os preços dos bens intermediários, e o choque na taxa básica de juros americana, que aumentou drasticamente o serviço da dívida externa, esses países adentraram os anos 80 com seríssimos problemas de financiamento do balanço de pagamentos que culminaram, a partir de 1982, na crise da dívida externa. (HERMANN, 2002a, p.114-116).

Diante disso, surgem nos anos 80 pressões pela implementação das recomendações de política de liberalização do modelo Shaw-Mckinnon, em evidência desde os anos 70. Por meio da política de liberalização financeira, pretendia-se ampliar a poupança interna, desenvolver o sistema financeiro (para diversificá-lo e aumentar a relação de ativos financeiros pelo PIB) e aumentar o nível de rentabilidade dos investimentos, com o objetivo de aumentar a taxa de investimento, o crescimento econômico e a competitividade da economia²⁶.

O processo de liberalização financeira resultou, de forma geral, (a) na elevação das taxas de juros; (b) na expansão da oferta de crédito, interno e externo; (c) aumento de dinamismo nos mercados de capitais (principalmente em mercados secundários nos PED's)²⁷; (d) diversificação da atividade dos bancos juntamente com um processo de concentração, levando à predominância de grandes bancos universais, e; (e) elevação do grau de endividamento na economia e aumento da volatilidade dos preços dos ativos (particularmente divisas), aumentando a fragilização financeira das economias (Hermann, 2002a, capítulos 3 e 4).

Ou seja, entre outras conseqüências, a liberalização financeira ampliou a disponibilidade de mecanismos de financiamento para as economias que a adotaram. De modo geral, ela difundiu nessas economias aqueles mecanismos de financiamento comuns do primeiro e segundo modelo de sistema financeiro descritos no capítulo anterior, respectivamente, os

²⁶ Para detalhes sobre o modelo Shaw-Mckinnon, ver Shaw (1973), Mckinnon (1973), Fry (1995) e Hermann (2002).

²⁷ Muito embora os mercados de capitais dos PED's estivessem em expansão e atraíssem significativos volumes de capital estrangeiro após o movimento de liberalização nos anos 80 e 90, eles permaneciam relativamente menos líquidos e mais arriscados que os mercados de capitais dos PD's, que também se encontravam em expansão. Dessa forma, eles se expandiram basicamente pela oportunidade de rápidos ganhos especulativos no mercado secundário, levando este a se desenvolver muito mais que os mercados primários.

mercados de capitais e os bancos universais, além, é claro, de ter ampliado as oportunidades de transações internacionais.

É importante ressaltar, no entanto, a despeito da ampliação das possibilidades de financiamento, em alguns países, como o Brasil, a reestruturação do sistema financeiro decorrente do processo de liberalização *não resultou no surgimento de oferta privada de recursos de longo prazo*. Apesar do aumento do volume no estoque de riqueza financeira, a preferência por liquidez do setor privado permaneceu tal, que este estoque manteve-se concentrado na esfera financeira, ou em ativos de alta liquidez e curto prazo, sem, portanto, se reverter no financiamento de investimentos de longo prazo e, logo, sem sanar justamente as deficiências dos sistemas financeiros que motivaram a criação dos BD's na forma como se difundiram durante o Segundo Pós-Guerra.

Outra importante consequência do movimento de liberalização financeira se refere aos seus impactos sobre o risco sistêmico. Nos PD's, em particular nos EUA, observou-se um movimento de aumento da concorrência entre instituições bancárias e não bancárias que conduziu à redução dos *spreads* cobrados pelos bancos. Apesar do aumento do custo do crédito, a demanda reprimida era suficiente para a absorção da crescente oferta de crédito. Tal movimento levou a uma significativa expansão do nível de endividamento da economia, acompanhado pela deterioração da qualidade do crédito e, conseqüentemente, pela fragilização financeira do sistema bancário. Com o aumento dos riscos e com a redução da margem de lucro, alguns bancos passam a apresentar problemas de liquidez, deflagrando um quadro de crise bancária²⁸ (HERMANN, 2002a, cap.3).

Um subproduto das crises é que, já na segunda metade da década de 80, começa-se a debater nos PD's a re-regulamentação dos sistemas financeiros. A re-regulamentação, contudo, não se refere à volta do tipo de controle anteriormente exercido pelo Estado, mas a uma

²⁸ Nos PED's, a fragilização financeira veio acompanhada de fragilização cambial, resultando em diversos casos, mas não no Brasil, em crises gêmeas (crises cambial e bancária simultâneas).

regulamentação voltada para a prevenção do risco sistêmico. Neste contexto, a regulação financeira tem sido redefinida, de modo a adaptar-se ao ambiente de maior liberdade institucional criado pela liberalização financeira, com destaque para as sugestões definidas no Acordo da Basileia, elaborado pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS) em 1988²⁹.

O Acordo estabelecia a manutenção de um coeficiente mínimo de 8% de capital em relação ao total de sua cesta de ativos, ponderados pelo risco de crédito estabelecido para cada tipo de ativo. Com isso, reduzia a exposição ao risco das instituições financeiras reguladas e, logo, o risco sistêmico.

Inicialmente assinado apenas pelos países membros do BIS, ao longo dos anos 90, o Acordo tornou-se um padrão mundialmente aceito e suas recomendações foram incorporadas pelos bancos centrais de praticamente todos os países com bancos internacionalmente ativos, entre eles o Brasil (BIS, 2006).

Em suma, o movimento de liberalização financeira dos anos 80, somado às novas regras de regulação bancária, alteraram o arcabouço institucional em que os BD's estão inseridos. As estruturas dos sistemas financeiros, por um lado, ganharam contornos do modelo anglo-saxão no que se refere ao papel dos mercados de capitais, por outro lado, as instituições se concentraram e diversificaram seu escopo aos moldes dos bancos universais típicos do modelo alemão de sistema financeiro. Além disso, no fim da década um novo marco regulatório ganha popularidade. Em conjunto, essas mudanças redefiniram o espaço de atuação dos BD's.

²⁹ O Acordo da Basileia foi elaborado pelo Comitê para Práticas de Supervisão e Regulamentação Bancária do BIS. Este comitê foi formado em 1975 para buscar o aperfeiçoamento das regras referentes à atividade bancária nos países membros do BIS, de forma a lidar com os desafios em termos de regulação bancária prudencial a partir da década de 70. O Acordo, no entanto, foi resultado mais de pressões de bancos americanos pelo nivelamento do campo de jogo na competição com grandes grupos financeiros japoneses e europeus no mercado internacional do que um programa para mitigação do risco sistêmico. No entanto, tinha o mérito de reduzir o espaço para a alavancagem das instituições que estivessem submetidas às suas regras e reduzia o risco moral, reduzindo assim, o risco sistêmico. O BIS é um grupo privado e fechado para os membros do G-10 (EUA, Japão, Alemanha, Canadá, França, Itália, Bélgica, Holanda, Suíça e Suécia). Como regulação e supervisão são áreas de decisão doméstica, o BIS não tem poder para impor as recomendações de seus comitês. Contudo, dada a credibilidade da instituição, elas costumam ser adotadas mesmo por países não-membros do BIS (CARVALHO, 2005, p.16).

2.6 Anos 1990: inflexão

Como relatado na seção anterior, as décadas de 70 e 80 foram anos de grande instabilidade na economia internacional. Crises internacionais e domésticas levaram à crises financeiras dos governos e, conseqüentemente, dos BD's³⁰. Além disso, com o fortalecimento de modelos econômicos ortodoxos, instituições multilaterais e acadêmicos renomados passaram a recomendar a redução do peso do Estado na economia. Como os BD's eram justamente instituições por meio das quais os governos viabilizavam considerável parte de sua influência sobre a economia, especialmente nos PED's, o seu papel passou a ser questionado. Alguns foram privatizados, outros diversificaram suas operações para se adaptar ao novo momento. Os empréstimos de instituições financeiras internacionais foram dramaticamente reduzidos, obrigando os BD's a buscarem fontes alternativas de funding. O desenvolvimento social, a promoção às exportações e o apoio à micro e pequenas empresas (PME) foram incluídos entre as prioridades dos BD's e políticas de promoção a segmentos industriais perderam espaço para a seleção de projetos baseada na sustentabilidade do cliente.

Enfim, os BD's sofreram profundas transformações nos últimos vinte anos. Em maior ou em menor medida, todas elas estão associadas à nova mentalidade econômica, caracterizada por reformas de liberalização, especialmente financeira. No entanto, cabe lembrar que, no início dos anos 90 muitos dos países que possuíam BD's já haviam atingido os objetivos de industrialização que motivaram a criação dessas instituições, o que levantava questionamentos sobre a validade de se mantê-las.

Segundo Bruck (2001b, p.135), existem três tendências exercendo impacto sobre os negócios dos BD's:

“There are three major trends that are exerting an impact on the business of developing financing. First, the adoption of a client-based development financing and provision of service model – which is replacing the traditional directed credit

³⁰ É o caso, por exemplo, do BANADES, na Nicarágua, fechado em 1998 por motivo de falência.

capital rationing development bank policy. Second, the reorientation of the functions of government and the resulting shift towards market based development strategies. Third, the emergence of substantial private flows towards the developing world in the context of a technology-driven integrated global financial system. These trends are interrelated and have considerable more distance to go.”

Como consequência disso:

“The new core model of a development bank is different in that it expands the old model and looks for a development bank that fits in with an increasingly specialized, diversified, agile and sophisticated financial services industry and that provides client-based funding and services. It gives priority to allocating risk efficiently and to obtaining its funds through reliance on voluntary private savings. No standard prescription exists for the new development banks. The key objectives are to provide investment financing services at prices that reflect actual costs and on terms and conditions which respond to investment needs. [...] New-style development banks engage in the use of technical assistance and guarantees to promote privatization, lease contracts, concessions and franchises, and ‘build, operate and transfer (BOT)’ schemes. They may also engage in underwriting and provision of insurance for private direct investment.” (BRUCK, 2001b, p.135-6).

Essas mudanças resultaram em um movimento geral (ainda que heterogêneo) de alteração da forma de atuação dos BD's ao redor do mundo, mesmo onde o sistema financeiro privado continua não ofertando financiamento a longo prazo. A NAFINSA, por exemplo, que foi o principal instrumento a disposição do Estado mexicano para o desenvolvimento da infraestrutura e do parque industrial mexicano, após o período de crise entre 1980 e 1988, adaptou sua atuação ao novo cenário de abertura comercial e financeira e voltou seus esforços basicamente para o apoio às micro e pequenas empresas e à sua integração com os grandes grupos empresariais. (NAFINSA, 2006). O mesmo movimento é observado na CORFO³¹ (Corporación de Fomento de la Producción), do Chile (CORFO, 2006).

Dessa forma, os BD's nos anos 90 sofreram um desvio de suas funções históricas, em geral, seguindo as tendências relatadas a seguir.

³¹ Segundo a própria CORFO: “Esto significó que CORFO a partir de mediados de la década de 1980 comenzara a sufrir un proceso de privatización que la llevó a desvirtuar completamente el rol para el cual había sido fundada.” (CORFO, 2006).

2.6.1 Estrutura de propriedade

A pressão pela redução do papel do Estado na economia resultou em tendência de aumento da participação privada na estrutura de propriedade.

Casos de BD's privados de sucesso, como o Banco del Desarrollo do Chile eram exaltados com o objetivo de incentivar o movimento de privatização dos BD's. Foi o caso do Gambia Commercial & Development Bank, privatizado em 1997. O Development Bank of Singapore, para se adaptar ao novo cenário, migrou para atividades típicas de bancos comerciais e mudou seu nome para DBS Bank. Os administradores do banco atestaram que não queriam mais a palavra “development” no seu nome, uma vez que a instituição tinha então múltiplos propósitos (KONGSIRI, 2002, p.96).

Além disso, foi observada a expansão de carteiras de desenvolvimento em bancos universais. Apesar disso, a propriedade das instituições com este propósito exclusivo permanece majoritariamente estatal, mesmo naqueles recém criados (MATHEW, 2001, p.120).

Supostamente, carteiras de desenvolvimento em bancos múltiplos teria a vantagem de aumentar a flexibilidade e diversificação deste tipo de financiamento em decorrência da ampliação do número de carteiras. Além disso, bancos universais são beneficiados por economias de escopo, o que poderia se refletir em menores *spreads*. Por outro lado, a atividade de fomento típica do banco de desenvolvimento, quando exercida por instituições privadas, fica sob permanente ameaça de desaparecer, na medida em que a rentabilidade do investimento produtivo seja menor que o juro de curto prazo (ABDE, 1994, p.201).

A preferência por moldes privados tem se refletido também nas estruturas de *funding* e nos critérios de seleção dos financiamentos adotados por estas instituições.

2.6.2 Funding

A partir do movimento de liberalização financeira, aumentou o estímulo às estruturas de *funding* baseadas em poupança voluntária, principalmente por meio de emissão de títulos em mercados de capitais, e geração de recursos próprios com o lucro de suas operações. Em consequência, foi observada uma redução do financiamento público a essas instituições.

Houve, portanto, o aumento da preferência pela captação de recursos via mercado financeiro, pela emissão de títulos, ou pela venda das ações em carteira. **Isso tem aumentado sensivelmente a importância para os BD's de se ter bons ratings de forma a baratear seus custos de captação de recursos** (KONGSIRI, 2002, p. 93-94)

“In many countries, development banks are giving increasing attention to finding new ways of mobilizing financial resources. The reasons vary from country to country. In some cases, specially among the more advanced ones, both governments and international financial institutions are reassessing their past practice of providing relatively unlimited amounts of subsidized funds. In some such cases, they are requiring that the development banks stand on their own feet financially, as a matter of business discipline in a market-oriented economy.” (GILL, 2001, p.77).

Alega-se que o *funding* de instituições financeiras de desenvolvimento por meio de poupança voluntária libera recursos públicos para o investimento em áreas sociais, tais como saúde, educação, previdência social, habitação, etc. Ademais, por meio desta modalidade de *funding*, o BD auxilia na expansão do mercado de capitais. Contudo, cabe mencionar que essa opção de *funding* só é viável quando o mercado de capitais já atingiu um determinado nível de desenvolvimento. Além disso, quando dependente do mercado de capitais, o BD fica mais exposto a crises e movimentos de reversão de liquidez do mercado, quando os custos de captação tendem a aumentar e os prazos tendem a diminuir. **Dessa forma, o BD se expõe à eventualidade de descasamento de prazos, expondo-se, assim, ao risco de mercado, que prejudica sua capacidade de atuar de forma anti-cíclica.**

2.6.3 Critérios de seleção

O aumento da captação de recursos no mercado de capitais tornou necessária a adoção de métodos de seleção de projetos baseados na relação risco/retorno. Sob risco de ver o preço de seus títulos no mercado secundário cair e, conseqüentemente, aumentar o custo de novas captações, os BD's tiveram de adotar critérios de seleção que reduzissem sua exposição ao risco e melhorassem suas perspectivas de retorno. Ou seja, passou a ser necessário melhorar a percepção de seu risco por parte do mercado, tal como faz um banco privado.

Segundo Ruisanches (2002) a adoção de critérios eminentemente privados na seleção de projetos se reflete na ênfase dada ao critério de retorno nas recomendações de política aos BD's, em detrimento da avaliação de retorno sócio-econômico. Isso é reflexo, de um lado, da mudança na estrutura de *funding*, e do outro, do avanço dos ideais pró-mercado a partir da liberalização. Bruck (2001a) chama a atenção para o fato de que isso pode se refletir no encurtamento dos prazos dos financiamentos concedidos. Tendo em vista que, por um lado, em muitos países ainda existe relativamente pouca oferta privada de financiamento de longo prazo e, por outro lado, o grau mais elevado de industrialização tende a demandar maiores volumes de financiamento, isso pode representar algum risco à viabilidade de grandes projetos. Como afirma Bruck (2001a, p.20):

“Regarding the differences in the characteristics of development banks, private development banks normally makes somewhat shorter-term (shorter maturity) loans than government development banks. This is parallel to the differences in financing between private and public development finance institutions in general. Private development banks place often more weight on the financial rate of return”.

Por fim, esses critérios reduziram a margem para os BD's atuarem na implementação de políticas industriais setoriais e elevou os *spreads* para garantir o lucro das instituições. Uma vez que a sustentabilidade e lucratividade das operações passavam a ser a base da seleção dos projetos, ficou comprometida a capacidade de se realizar políticas de estímulo a setores

estratégicos ou de criação de “pontos de germinação” que anteriormente caracterizavam essas instituições.

2.6.4 Empréstimos

A partir do movimento de liberalização financeira, o direcionamento de crédito que caracterizava as políticas de repressão financeira foi drasticamente reduzido. Por outro lado, muitos dos países que criaram BD's para financiar sua industrialização chegaram aos anos 90 com um parque industrial relativamente completo. Com isso, foram reduzidos os estímulos e a proteção a setores estratégicos e ganharam força as políticas horizontais de fomento à indústria.

Como consequência desses processos, observou-se a redução dos subsídios até sua eliminação e o aumento da intermediação por outras instituições, normalmente bancos privados comerciais e/ou de investimento.

Com este movimento, diversos BD's tenderam a se estabelecer como bancos de segunda linha (UN-DESA, 2005, p.8). Ou seja, no lugar de emprestar diretamente para os investidores, seus recursos são repassados a intermediários financeiros, normalmente bancos comerciais cadastrados, e esses selecionam os projetos e realizam o empréstimo. Dessa forma, os BD's tiveram reduzido o seu papel de agente do Estado para a implementação de políticas setoriais e, em muitos casos, se transformaram em fontes de recursos de baixo custo para os bancos privados. É o caso da NAFINSA, da Financiera Nicaraguense de Inversiones (NFI, 2006) e da Corporación Financiera para el Desarrollo (COFIDE), no Peru, que antes selecionavam e realizavam diretamente os empréstimos e, nos anos 1990, se converteram em bancos de segunda linha. Isso reduz o poder discricionário da política de crédito e da política industrial dos governos.

A partir dos anos 90, foram exaltados casos de BD's de sucesso em países desenvolvidos em que os BD's ofereciam relativamente poucos subsídios nas taxas de juros, fazendo empréstimos menores para um grande número de emprestadores. Isso era contraposto aos casos de BD's de países em desenvolvimento que ofereciam grandes subsídios na forma de empréstimos a taxas de juros reais negativas. (UN-DESA, 2005, p.17)

2.6.5 Setores alvo

Como já foi dito anteriormente, a atuação dos BD's é dinâmica. Ela normalmente está direcionada no sentido de suprir as necessidades da sociedade de acordo com o julgamento dos governantes de seus países (no caso da instituição ser pública, obviamente). Tendo em vista o grau de industrialização e a deterioração das condições de vida – principalmente na América Latina, por causa da crise da dívida externa, aumento do desemprego e problemas inflacionários –, a atuação de muitos BD's se voltou para questões sociais, principalmente o fomento às pequenas e médias empresas (PME) e à geração de emprego.

Além disso, diante da visão de que o setor privado seria o responsável pelo desenvolvimento econômico – e inclusive pelo seu financiamento –, BD's foram incentivados a reforçar os estímulos ao desenvolvimento do mercado de capitais.

2.7 Considerações Finais

Observou-se a partir do Segundo Pós-Guerra um movimento de forte expansão de instituições financeiras de desenvolvimento, em especial os bancos de desenvolvimento, principalmente em economias com grandes necessidades de investimento, como os países cuja indústria fora destruída pela guerra ou os países atrasados, ávidos pela industrialização. Tais instituições constituíram uma alternativa exitosa a diversas economias que visavam se

industrializar e, no entanto, não foram capazes de desenvolver mecanismos privados de financiamento de longo.

Assim, diversos BD's foram criados entre os anos 40 e 80 no intuito de preencher severas lacunas deixadas pelo sistema financeiro privado, em particular aquelas relativas à oferta de financiamento de longo prazo para projetos de investimento.

A partir dos anos oitenta, no entanto, a ascensão de modelos econômicos de corte liberal, somada a radicais alterações na conjuntura macroeconômica, resultou em um movimento de desregulamentação financeira que resultou, na maioria dos países onde a política de liberalização financeira foi implementada, na expansão de opções de financiamento, doméstico e externo. Tais transformações alteraram radicalmente o ambiente de atuação dos BD's. Além disso, o objetivo da industrialização, que motivou a criação da maior parte dos BD's, foi alcançado em muitos países, haja vista o desenvolvimento de suas indústrias de bens de capital e insumos.

Essas mudanças colocaram em questão, nos anos 90, a própria finalidade do banco, bem como suas margens de atuação. Dessa forma, os bancos de desenvolvimento ao redor do mundo passaram por profundas alterações para se adaptar à nova realidade. Tais alterações, diversas vezes imputaram nos BD's, diretrizes privadas de atuação que podem comprometer as atribuições históricas e o caráter desenvolvimentista deste tipo de instituição.

Capítulo 3 – BNDES: da criação à crise dos anos 1980

3.1 Introdução

Entre 1948 e 1980, a economia brasileira cresceu a uma expressiva taxa média de 7,5% a.a. Este crescimento esteve fortemente associado à estratégia de desenvolvimento baseada em políticas de industrialização por substituição de importações (ISI).

No Brasil, o papel do Estado na ISI era (a) eliminar “pontos de estrangulamento”, investindo pesadamente em infra-estrutura e em setores estratégicos, como o de insumos industriais; (b) proteger a indústria nascente por meio de barreiras tarifárias e não-tarifárias, e; (c) fornecer financiamento apropriado à viabilização dos investimentos privados. (CASTRO, 2005b, p.143). Tais atribuições caracterizavam o papel de liderança do Estado na economia, típico da estratégia de desenvolvimento adotada. Este modelo contou com uma estrutura de sistema financeiro que, baseada no crédito externo e público, foi capaz de financiar uma vigorosa expansão da economia, mas gerou vulnerabilidades que vieram a se materializar no início da década de 1980, contribuindo para a decadência do próprio modelo de desenvolvimento adotado.

Diante disso, o objetivo do capítulo é ilustrar, até a década de 1980, a trajetória da principal instituição do SFB no que se refere à oferta de *funding* para a economia: o BNDES. Desde sua criação, em 1952, até os dias atuais, seu desempenho funcional ao desenvolvimento econômico tem sido um dos pilares do sistema financeiro nacional, principalmente no que se refere à oferta de financiamento de longo prazo. Assim, o estudo do financiamento do desenvolvimento nacional não pode deixar de considerar o papel desta importante instituição. No entanto, a atuação do Banco não pode ser compreendida a contento sem se considerar as transformações da economia e do sistema financeiro em que ele se

insere. Tais transformações definiram a direção e a margem de atuação do Banco ao longo do período, tornando imprescindível sua contextualização.

O capítulo será composto por cinco seções, contanto com esta introdução. A segunda seção, relatará a criação e os primeiros anos do BNDES, passando pelo Plano de Metas (1957-61) e terminando em 1963. A terceira seção será dedicada às Reformas de 1964/67, que definiram o padrão de financiamento dos investimentos durante os anos de maior crescimento econômico da história recente do país, os anos 70, até a crise desse padrão de financiamento, nos anos 80. Além disso, a forma que as reformas de 1964/67 moldaram o SFB e, em particular seu fracasso no desenvolvimento de mecanismos privados de longo prazo, foram determinantes para a expansão e aumento da importância do BNDES nos anos seguintes. Assim, a quarta seção buscará relatar a atuação do Banco no período entre 1964 e 1989, sendo dividida de acordo com os principais momentos da economia nacional. Por fim, a última seção fará as considerações finais.

3.2. BNDES: criação até período pré-reformas (1952-1963)

Desde seus primeiros passos até a década de 1980, a industrialização brasileira foi impulsionada pela substituição de importações. A recessão dos anos 30 e a Segunda Guerra Mundial levaram ao declínio do comércio internacional, iniciando este processo de forma espontânea.

“Problemas oriundos do setor externo, abalando o equilíbrio do modelo agrário exportador, lançaram as sementes dos surtos de industrialização, nos primórdios deste século, e robusteceram a atividade manufatureira então incipiente.”(BNDE, 1978, p.7).

Além disso, entre 1930 e meados dos anos 40, a elevação dos preços das matérias primas que o país exportava ajudaram o país a acumular significativas reservas internacionais. Essas reservas financiaram a expansão da recém formada indústria leve do país, mas também

a excessiva importação de bens de consumo, o que resultou em problemas de balanço de pagamentos antes mesmo do fim da década de 1940.

Contudo, constatou-se neste momento que:

- a) os mecanismos tributários existentes eram insuficientes para suprir o governo com os recursos compatíveis com as necessidades em termos de infra-estrutura;
- b) o empresário nacional, em sua maioria desprovido de capacidade de investir, também carecia de fonte adequada de financiamento, no volume e condições requeridos, dada a inexistência de um sistema financeiro capacitado.

A expansão da economia a partir do fim da década de 1940 (6,7% em média entre 1948 e 1952) levou os setores de energia e transportes ao limite de sua capacidade, fazendo deles, segundo a visão da época, os principais “pontos de estrangulamento” da economia e, logo, principais entraves ao desenvolvimento econômico. Era necessário, portanto, um amplo programa de reaparelhamento e expansão dos serviços de infra-estrutura. Contudo, isso levantava a questão de onde conseguir os fundos necessários para financiar um programa desta monta. O sistema financeiro brasileiro (SFB) era incapaz de canalizar a escassa poupança para o *funding* de projetos de longo prazo. Por outro lado, o investimento nesses setores esbarrava na restrição de divisas necessárias aos dispêndios em moeda estrangeira que projetos nestes setores demandavam (MONTEIRO FILHA, 1994, p.66).

Em abril de 1950, uma conferência de embaixadores americanos foi realizada no Rio de Janeiro, onde o governo brasileiro expôs seu desejo de realizar, com ajuda do necessário capital estrangeiro, um amplo programa de reaparelhamento e expansão dos serviços de infra-estrutura, particularmente transportes e energia elétrica. A partir dos entendimentos alcançados nesta conferência, criou-se no ano seguinte, a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU), cujo propósito era prover assistência técnica necessária à realização de projetos que impulsionassem o desenvolvimento econômico nacional. (BNDES, 2002, p.27-28; MONTEIRO FILHA, 1994, p.66-68; VIANNA & VILLELA, 2005, p.30-31).

Os relatórios da CMBEU resultaram na indicação de uma série de projetos que formavam o Plano de Reparcelamento Econômico (PRE). Na IV Reunião Consulta de Ministros do Exterior, realizada pelo governo dos EUA, acertou-se a colaboração financeira do BIRD e do EXIMBANK a favor do programa de reparcelamento brasileiro, na ordem de US\$ 500 milhões. Em contrapartida, o governo brasileiro providenciou a constituição de um fundo a ser constituído com recursos domésticos destinado ao programa (BNDES, 2002, p.28-30).

Assim, por meio de um empréstimo compulsório, criou-se o Fundo de Reparcelamento Econômico. A Lei 1474/51 regulamentou a cobrança do empréstimo por meio de um adicional no imposto de renda, cujos recursos estavam vinculados ao fundo. Para gerir esses recursos, além daqueles vindos do exterior com destino ao PRE, “propôs-se criar um banco especial” (BNDES, 2002, p.28). Criou-se, portanto, por meio da Lei nº 1628 de 20 de junho de 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE³²).

A decisão de criação do BNDE resultou da conjugação de dois fatores. O primeiro é representado pelo panorama nacional anteriormente descrito. O segundo foi o aprimoramento de teorias do desenvolvimento econômico no Segundo Pós-Guerra (BNDE, 1978, p.10).

“Este avanço teórico proporcionou aos países não industrializados um conjunto de instrumentos de política econômica suficientemente capaz de conferir maior racionalidade e vigor à luta pelo desenvolvimento. [...] Uma dessas iniciativas foi a de constituir organismos financeiros destinados a captar e fornecer os recursos indispensáveis à ampliação da capacidade de produzir bens e serviços: os bancos de desenvolvimento” (BNDE, 1978, p.10).

A decisão deliberada pela constituição de um banco tinha o intuito de garantir segurança e rentabilidade mínimas aos recursos por ele empregados. Dessa forma, ao contrário de uma simples agência, o BNDES não poderia aplicar a fundo perdido, conceder subsídios ou fazer doações, diretamente, ou em consequência do apoio a atividade de lucratividade negativa³³. O objetivo era o desenvolvimento de uma instituição eficiente, preocupada com a viabilidade

³² Em maio de 1982, o BNDE é transformado em BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – com a criação de uma diretoria para tratar de projetos sociais.

³³ Práticas comuns até a criação do BNDES (PROCHNICK, 1995, p.2)

econômica e financeira dos projetos financiados e isenta de critérios clientelistas (BATISTA, 2002, p.4; MONTEIRO FILHA, 1994, p.67; PROCHNICK, 1995, p.2).

Enquanto agente financeiro, o Banco tinha o importante papel de prover financiamento de longo prazo em uma economia cujo sistema financeiro era pouquíssimo desenvolvido e carente de mecanismos de financiamento de longo prazo.

Até os anos 1930, o SFB seguia basicamente os moldes construídos no século XIX³⁴. A partir do início da industrialização nos anos 30, surgem demandas por crédito de curto e médio prazo para financiar capital de giro, e que normalmente não poderiam ser cobertos por colateral algum. Com o aumento do nível de atividade interna, crescia a demanda por serviços de infraestrutura, especialmente de energia e transporte, cuja expansão normalmente depende de grandes volumes de financiamento de longo prazo (STUDART, 1995, p.100).

O sistema financeiro da época era extremamente pouco diversificado e o nível de aprofundamento financeiro (medido pela relação crédito/PIB) da economia, em geral, muito baixo. Ativos monetários representavam mais que 60% do total de ativos financeiros entre 1950 e 1961 (STUDART, 1995, p.101). Os bancos comerciais eram predominantes e só ofertavam crédito de curto prazo. Os mercados de capitais eram incipientes e utilizados basicamente para transações cambiais, financiando uma parcela muito pequena dos investimentos³⁵.

Neste ambiente, foi significativa a criação de uma instituição especializada no financiamento de longo prazo da infra-estrutura e da indústria, o que refletia o desejo da sociedade e do governo da época de aprofundar o processo de industrialização. O BNDES surgiu, assim, como um importante instrumento tanto para elaboração de projetos, como para

³⁴ Os empreendimentos que necessitavam de financiamento de longo prazo geralmente pertenciam a agentes com acesso a mercados financeiros desenvolvidos no exterior (STUDART, 1995, p.100).

³⁵ Segundo Studart (1995, p.101), o baixo nível de desenvolvimento do mercado financeiro era resultado principalmente de: a) estrutura de propriedade familiar na maior parte das empresas; b) má distribuição de renda; c) risco dos ativos financeiros decorrente da inflação e da falta de liquidez desses ativos, e; d) grande volatilidade do preços das ações.

ser o braço do governo na implementação das políticas consideradas fundamentais à aceleração da industrialização, atuando como órgão formulador e executor da política nacional de desenvolvimento econômico³⁶ (BNDES, 2002, p.28).

Nos seus primeiros anos de existência, o BNDES esteve voltado principalmente ao financiamento da ampliação do sistema de transportes³⁷ (em particular, a modernização da malha ferroviária) e energia elétrica. Entre 1952 e 1956, mais de 65% do total de créditos autorizados estava destinado ao setor ferroviário e quase 20% ao setor de energia elétrica (ver Tabela 5), ficando o governo, portanto, com a maior parte dos financiamentos aprovados³⁸. Nos três primeiros anos de existência estes dois setores praticamente tiveram o monopólio das aplicações do Banco e até 1959 representavam, ainda, cerca de metade dos financiamentos totais (BNDE, 1978, p.13)

³⁶ Monteiro Filha (1994) ressalta o papel dual do Banco como importante agente financeiro em um sistema financeiro incapaz de oferecer espontaneamente financiamento de longo prazo, e como aparato do Estado, na forma de agente do Tesouro Nacional na execução do PRE e das transações cambiais referentes a este programa.

³⁷ O primeiro projeto aprovado pelo Banco e o único no seu ano de criação destinou-se à Estrada de Ferro Central do Brasil, em novembro de 1952.

³⁸ A média da participação percentual do governo na colaboração financeira aprovada pelo banco entre 1952 e 1956 foi superior a 90% ver Gráfico 3.1 na seção 3.4.2.

Tabela 5 – Sistema BNDES: participação por atividade nas aprovações (1952-1963)

	(em %)											
	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Insumos Básicos		15,5	1,7	7,5	11,7	20,3	47,4	24,9	45,8	26,4	70,9	90,9
Mineração												
Siderurgia		3,4	0,9	1,2	0,5	7,0	33,5	6,5	40,6	21,6	61,4	85,5
Metalurgia			0,9	1,2	0,3	5,6	2,7	0,6		1,1		
Químicos e Fertilizantes		12,2		2,9	10,8	6,0	8,4	14,8	5,2	3,6	9,5	5,4
Papel e Celulose				2,3		1,7	2,9	2,7		0,2		
Metalurgia de não-ferrosos								0,3				
Equipamentos			6,4		1,9	4,8	5,7	23,1	1,2	8,4	1,3	0,7
Material Elétrico			0,9		1,9	2,4	1,9	0,6	0,5	0,2		0,7
Material de Transporte			5,6			2,4	3,8	22,6	0,8	8,2	1,3	0,0
Outras indústrias								0,3	0,2	0,4	0,7	1,5
Têxteis e Calçados												
Produtos alimentares										0,2	0,3	0,7
Outros								0,3	0,2	0,2	0,3	0,7
Infra-estrutura	100	82,4	88,4	90,8	84,0	73,9	45,9	51,0	53,2	62,0	23,2	6,5
Energia elétrica		25,0	13,7	51,4	10,0	54,8	45,9	33,2	50,9	61,1	23,2	5,1
Transporte	100	57,4	74,7	39,3	74,0	19,1		17,8	2,3	0,9	0,0	1,5
Ferroviário	100	50,0	74,7	39,3	73,4	18,1		15,4	2,3	0,9	0,0	1,5
Rodoviário												
Hidroviário		7,4			0,5	1,0		2,4				
Outros												
Outras Atividades		2,0	4,3	1,7	4,3	3,4	2,9	1,2	0,2	2,9	3,9	1,1
Educação, Tecnologia e P&D												
Distribuição		2,0	1,7	1,7	4,3	3,4	2,9	1,2	0,2	2,9	3,9	1,1
Outros			2,6									
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Nota: Quaisquer discrepâncias no total são resultado de arredondamento automático.

Fonte: BNDES (1992).

Outro obstáculo ao desenvolvimento econômico era a produção de aço (BNDE, 1978, p.13). Diante disso, a partir de 1954, quando o primeiro projeto de siderurgia é aprovado, o Banco passa a priorizar o setor, estando presente em praticamente todos os projetos do setor pelo menos até o início dos anos 90 (MONTEIRO FILHA, 1994, p.68).

No que se refere ao seu *funding*, o Banco é prejudicado pelo rompimento dos acordos de transferência de divisas. Com a vitória do Partido Republicano nas eleições americanas em finais de 1952, alterou-se radicalmente a orientação das políticas em relação à América Latina, levando ao fim a própria CMBEU e à interrupção do financiamento norte-americano aos projetos

da comissão a partir de 1953 (VIANNA & VILLELA, 2005, p.31). Além disso, o Banco Mundial rompe os acordos com o Brasil em reação à política de remessa de lucros do governo Vargas. Dessa forma, o financiamento internacional não chegou a 50% do esperado no período. Mesmo o financiamento em moeda nacional teve problemas.

Assim, a principal fonte de *funding* do Banco são os adicionais ao imposto de renda, que tinham a vantagem de não fazerem parte do orçamento e, portanto, não estavam sujeitos à disputa por recursos do governo. Segundo Prochnick (1995, p.2), o fato dos adicionais de imposto de renda não constarem no orçamento fiscal não impediu o atraso do repasse ao Banco em diversos anos³⁹.

A atuação do BNDE em termos do volume de recursos de suas operações financeiras foi relativamente modesta até 1956 (BNDES, 2002, p.35; VIANNA & VILELLA, 2005, p.30-31). Diante disso, o Congresso Nacional prorroga o adicional do imposto de renda que financiava o BNDES e lhe concede, entre 1954 e 1955, novas fontes de *funding*, na forma de fundos vinculados, como o Fundo Federal de Eletrificação (até a Eletrobrás ser constituída, em 1962), o Fundo da Rede Ferroviária Nacional, o Fundo Nacional de Pavimentação e o Fundo Especial para Substituição de Ramais Ferroviários Deficitários.

O governo Juscelino Kubitschek (JK), iniciado em 1956, transforma a substituição de importações em política de desenvolvimento por meio do Plano de Metas (STUDART, 2005b, p.338). O Plano de Metas foi a primeira experiência de execução efetiva de um plano governamental de desenvolvimento, depois dos ensaios com a CMBEU e o Grupo Misto Cepal-BNDE (MONTEIRO FILHA, 1994, p.72). O Plano era composto por um conjunto de 30 metas distribuídas entre as áreas de energia, transporte, indústria de base, alimentação e educação, e

³⁹ “A transferência pelo Tesouro Nacional dos recursos destinados ao Banco não tem sido realizada em correspondência com o ritmo de arrecadação dos adicionais ao imposto de renda... conclui-se que os recolhimentos feitos pelo Tesouro Nacional ao Banco, no quadriênio, ascendem a Cr\$ 3.342 milhões, ou seja, apenas 40% dos Cr\$ 8.310 milhões arrecadados no período 1952-1955 e que se destinariam à entidade” (BNDES, Relatório de Atividades 1955, *apud* Prochnick, 1995, p.2)

representou o comprometimento que o Estado teria com o desenvolvimento nacional a partir de então⁴⁰; e a partir dele, o BNDES ganha importância crescente.

Até 1963, o BNDES atuou de forma alinhada às definições do Plano de Metas, concentrando seus recursos no financiamento da indústria de base, especialmente siderurgia, beneficiada com mais de 40% dos projetos aprovados pelo Banco entre 1958 e 1963, e que atinge quase 85% das aprovações do Banco em 1963 (ver Tabela 5).

Como pode ser verificado na Tabela 6 abaixo, apesar de terem aumentado sua importância a partir do Plano de Metas, entre 1957 e 1961, os desembolsos do BNDES equivaleram, em média, a 2,24% da formação bruta de capital fixo e ainda são insuficientes diante da necessidade de financiamento da industrialização⁴¹.

Tabela 6 – Participação dos desembolsos do Sistema BNDES na formação bruta de capital fixo (FBCF) e no PIB, entre 1953 e 1963

(em %)				
Ano	Desembolsos do BNDES/FBCF (1)	FBCF/PIB (2)	Desembolsos do BNDES/PIB (1/2)	Crescimento do PIB
1953	0,69	15,06	0,10	4,7
1954	0,84	15,76	0,13	7,8
1955	1,33	13,49	0,18	8,8
1956	2,10	14,46	0,30	2,9
1957	2,89	15,04	0,44	7,7
1958	2,33	16,98	0,40	10,8
1959	2,09	17,99	0,38	9,8
1960	2,06	15,72	0,32	9,4
1961	1,48	13,11	0,19	8,6
1962	3,94	15,51	0,61	6,6
1963	2,35	17,04	0,40	0,6

Fonte: Anexo 2.

⁴⁰ O Estado era quase exclusivamente responsável pelos setores de energia e transporte, que receberam 71,3% do total dos investimentos do Plano (VILLELA, 2005, p.55).

⁴¹ A análise de balanço de bancos normalmente é baseada em estoque e não em fluxo, ou seja, em seus ativos ao invés do volume de seus desembolsos. Contudo, o presente trabalho concentra sua análise no volume de desembolsos uma vez que se pretende avaliar o impacto direto das atividades do banco no financiamento da economia.

Além disso, a estreiteza do SFB e a incerteza do ambiente inflacionário durante todo o período resultava na não oferta de financiamento de longo prazo pelas instituições financeiras privadas. Dessa forma, do ponto de vista do financiamento, o rápido crescimento da década de 50 só foi possível graças à capacidade do Estado, assim como empresas nacionais e multinacionais, de contornar a falta de financiamento de longo prazo (STUDART, 1995, pp.104-5), por meio dos mecanismos retratados a seguir.

a) Governo

O forte aumento da participação do governo no investimento total da economia⁴² contrastava com a relativamente pequena capacidade de taxaço do Estado na época, elevando consideravelmente o déficit público.

O financiamento do déficit por meio da emissão de títulos da dívida pública era particularmente difícil. A lei da usura, que limitava os juros nominais a 12% ao ano, somada à alta inflação (24,7% a.a em média, entre 1956 e 1960, e crescente até meados da década) tornava os títulos públicos muito pouco atrativos. Além disso, instituições privadas e mercado paralelo (*curb market*) ofereciam opções de aplicação mais vantajosas uma vez que eram capazes de contornar as limitações impostas por esta lei (STUDART, 1995, p.105). Por outro lado, apesar de seu constante crescimento, os fundos do BNDES ainda não eram suficientes para financiar mais que 20% do investimento público total durante o Plano de Metas. Dessa forma, o setor público financiou a expansão de seus gastos entre os anos 50 até meados da década de 1960 principalmente pela criação de taxas extraordinárias compondo fundos especiais e por meio de emissão monetária, que, diante da precariedade do SFB, se tornava fonte inflacionária à medida que os novos recursos não se tornavam poupança financeira, mas sim depósitos à vista, disponíveis para gasto imediato (HERMANN, 2005, p.76)

⁴² A participação do estado na formação bruta de capital fixo passou de 22% em 1956, para 39% em 1960. (STUDART,1995, p.105).

b) Empresas Nacionais

As empresas privadas conseguiam o *finance* principalmente por meio dos créditos de curto prazo tomados junto ao sistema bancário, que financiava também o capital de giro. As empresas que não tinham acesso a créditos de prazo mais longo com o Banco do Brasil realizavam o pagamento das obrigações de curto prazo principalmente por meio do autofinanciamento, possibilitado pelo contínuo aumento do *mark-up* por parte das empresas. Isto é, graças à contínua expansão da demanda efetiva (por conta do crescimento do nível de investimento e da expansão do setor de bens de consumo duráveis) e à inflação causada pela expansão monetária que financiava o setor público (somadas à baixa inflação de custos), as empresas contornavam a escassez de oferta de *funding* se autofinanciando por meio do aumento do *mark-up*, o que reforçava o processo inflacionário⁴³ (STUDART, 1995, p.109).

c) Capital internacional

O governo JK tentou criar um clima favorável para os investimentos diretos estrangeiros (IDE), os quais, apesar de não terem tido grande participação no total da formação bruta de capital fixo, tinham o papel estratégico de dinamizar o setor de bens de consumo duráveis, cujas atividades complementares eram exercidas pelas firmas nacionais.

O que se observa, portanto, é que o baixo grau de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro (SFB), especialmente no que se refere à carência de oferta de financiamento de longo prazo, foi contornado com significativa intervenção estatal na formação de uma estrutura de financiamento à formação de capital, mas, como explica Studart (1995, p.111), se mostrava claramente inadequado às necessidades da industrialização.

⁴³ Studart (1995, p.109) chama a atenção para o fato de que as empresas tomavam empréstimos em posição especulativa, e para cujo pagamento a inflação era extremamente funcional. Assim, no momento que houvesse retração da demanda efetiva ou da inflação, a posição financeira das empresas poderia levar a economia à recessão. “At the microeconomic level, this means that the firms had to borrow short in the hope of being able to repay their debt with the cash flows of subsequent production periods. This mechanism of self-finance requires that the firms maintain high levels of *mark-up* and be capable of increasing them at periods of expansion”.

“[...] the compensating structures which permitted Brazil's economy to grow rapidly in the 1950's also significantly reduced the risks of financial instability. What they could not avoid was the increasing gap between financial and economic development, which accounts for much of the constraints on further economic development in the 1960's”.

3.3. Reformas de 64/66

No Brasil, como em diversas outras economias, a formação de capital foi financiada até meados dos anos 60 por um conjunto de técnicas que misturavam o autofinanciamento, o investimento estrangeiro direto e uma grande participação do Estado enquanto supridor e intermediador de recursos de longo prazo para o financiamento da formação de capital (STUDART, 1995).

No entanto, o rápido desenvolvimento industrial da década de 50 mudou por completo o perfil da economia brasileira, tornando evidente a inadequação do SFB às necessidades da industrialização e dos novos setores em expansão, particularmente no que se refere à oferta de *funding*.

Em março de 1964, um golpe militar dá início a um regime autoritário que se estenderia por 25 anos. O novo governo estabeleceu uma série de reformas estruturais entre 1964 e 1967. Uma delas, a reforma financeira, pretendia desenvolver o SFB de forma a adequá-lo aos requerimentos financeiros de novos setores nascidos do desenvolvimento industrial a partir dos anos 50, especialmente no que se refere ao financiamento de longo prazo, além de possibilitar o financiamento não inflacionário do Estado.

3.3.1. O SFB e a estrutura de financiamento pré-reformas financeiras de 1964/67

Durante todo o período até meados da década de 1960, o SFB apresentava um grau de desenvolvimento e de diversificação muito baixo. O SFB era, grosso modo, estruturado da seguinte maneira: a) bancos comerciais ofertando crédito de curto prazo; b) crédito de médio

prazo ofertado pelo Banco do Brasil e outros bancos oficiais; c) crédito de longo prazo era oferecido para indústria e infra-estrutura pelo BNDES, para o setor agrícola pelo Banco do Brasil e para a compra de imóveis pela Caixa Econômica Federal (STUDART, 1995, p.100-2). Empréstimos externos, que foram importantes principalmente no financiamento do investimento de empresas multinacionais, não eram quantitativamente muito significativos⁴⁴.

Segundo o diagnóstico da época, a escassez de oferta privada de financiamento de longo prazo decorria de questões institucionais tais como a Lei da Usura e a Cláusula Ouro (que impedia a indexação de contratos), aliadas a altas taxas de inflação, que desincentivavam a formação de poupança⁴⁵ e o alongamento dos prazos das linhas de crédito privado. Diante de um sistema financeiro pouco desenvolvido e da carência de financiamento de longo prazo, o Plano de Metas teve de ser financiado principalmente por emissão monetária e capital externo, levando o país a uma conjuntura de alta inflação e desequilíbrio externo na primeira metade dos anos 60.

Como explica Hermann (2002a, p.239):

“Essa estrutura de financiamento refletia dois lados de uma mesma moeda: o baixo grau de desenvolvimento e diversificação do SFB e as dificuldades de captação a longo prazo no Brasil. Essas condições, de um lado, determinavam que a provisão de financiamento a longo prazo ficasse a cargo de instituições públicas, que tinham acesso a recursos orçamentários, muitas vezes oriundos da própria emissão de moeda; de outro, tornavam a emissão de moeda uma fonte de financiamento inflacionária, na medida em que os recursos emitidos pelo governo não retornavam ao sistema bancário sob a forma de poupança financeira, mas sim de depósitos à vista.”

⁴⁴ Ou seja, o SFB correspondia ao modelo de sistema financeiro dos países em desenvolvimento (PED) do modelo Shaw-Mckinnon, caracterizado por sistemas pouco diversificados e dominados por bancos comerciais oferecendo capital de giro; forte presença de bancos públicos, únicos provedores de capital de médio e longo prazo, e; pequena diversidade de instrumentos de captação, basicamente depósitos a prazo e poupança compulsória, e aplicação, restrito a empréstimos (HERMANN, 2002a, p.238-9).

⁴⁵ Studart (1995, p.104-105, 118) chama a atenção para o fato de que documentos oficiais da época indicavam que não havia escassez de poupança. Segundo ele, no entanto, a alta lucratividade dos bancos com crédito de curto e curtíssimo prazo levava à falta de interesse de se expor aos riscos mais elevados do financiamento de longo prazo em um ambiente inflacionário.

3.3.2. Um novo modelo de sistema financeiro para o país

Para contornar a estreiteza do SFB e desenvolvê-lo, criando um segmento privado de longo prazo e mecanismos de financiamento não inflacionário do setor público, os formuladores da reforma (ministros Octávio Bulhões e Roberto Campos) traçaram a reorganização do SFB em três linhas gerais: (a) regularização do mercado monetário, com a criação do Banco Central do Brasil (Bacen), responsável pela execução da política monetária, e o Conselho Monetário Nacional (CMN), responsável pela regulação do SFB⁴⁶; (b) regularização do mercado de crédito, delimitando a área de atuação das diferentes instituições bancárias, e; (c) regularização do mercado de capitais, que se tornaria um dos principais responsáveis pela oferta de *funding* na economia.

Ou seja, como indicam os pontos (b) e (c) acima, a forma escolhida pelos formuladores da reforma para contornar as limitações do SFB foi a sua reformulação aos moldes do modelo de sistema financeiro anglo-saxão, caracterizado pela segmentação do mercado financeiro e pelo papel do mercado de capitais provendo financiamento de longo prazo, tal como exposto no primeiro capítulo.

“Although it maintained an important role for the public banks, the 1964-67 reform tried to establish a ‘private arm’ in the Brazilian financial system, to be supported by the capital markets as in the US model.” (HERMANN, 2002b, p.75).

Hermann (2005, p.77) resume a estrutura do SFB objetivada com as reformas na Tabela reproduzida abaixo.

⁴⁶ Por meio da Lei 4595/64.

Tabela 7 – O SFB após as reformas de 1964-1967

Tipo de Instituição	Área de Atuação
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Criado em 1964, em substituição à Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), com função normativa e reguladora do sistema financeiro
Banco Central do Brasil (Bacen)	Criado em 1964, como executor das políticas monetária e financeira do governo
Banco do Brasil (BB)	Banco comercial e agente financeiro do governo, especialmente em linhas de crédito de médio e longo prazos, para exportações e agricultura
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE)	Criado em 1952 para atuar no financiamento seletivo de longo prazo para a indústria e infra-estrutura.
Bancos de Desenvolvimento (BD) regionais e estaduais	Atuação semelhante à do BNDE, mas em âmbito regional/estadual.
Bancos Comerciais	Crédito de curto e médio prazos (capital de giro).
Bancos de Investimento	Regulamentados em 1966, para atuarem no segmento de crédito de longo prazo e no mercado primário de ações (operações de subscrição).
Sociedades de Crédito, Financiamento de Investimento	Instituições não-bancárias, conhecidas como "Financeiras", voltadas ao financiamento direto ao consumidor (curto e médio prazos).
Sistema Financeiro da Habitação	Criado em 1964, tendo o Banco Nacional da Habitação (BNH) como instituição central, e composto ainda pela Caixa Econômica Federal (CEF), caixas econômicas estaduais, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo (APE).
Corretoras e Distribuidoras de Valores	Mercados primário e secundário de ações.

Fonte: Hermann (2005, p.77).

A segmentação tinha o objetivo de aumentar a concorrência no sistema financeiro, assegurando a expansão do volume de crédito na economia.

Para alcançar esta configuração, foi estabelecida uma série de Leis e Resoluções do governo que criavam diferentes mecanismos e incentivos para os diferentes segmentos do

mercado e dotando cada um de instrumentos adequados à captação de recursos a médio e longo prazo. Entre as principais medidas, destacam-se:

- a) criação da ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), um título público com correção monetária, com base na inflação acumulada até o vencimento do título⁴⁷;
- b) a Lei do Mercado de Capitais (Lei 4728/65) e Resoluções posteriores, que estabeleceram a correção monetária para ativos privados de renda fixa;
- c) isenção ou redução de impostos de renda para as empresas emissoras de ações e para os compradores de ativos de renda variável;
- d) novos mecanismos de captação de recursos de longo prazo para os bancos públicos, como fundos especiais formados por recursos das próprias autoridades monetárias ou por poupança compulsória.

Além disso, cabe ressaltar o processo de atualização dos preços do setor produtivo estatal, afim de viabilizar o autofinanciamento das empresas estatais, e o aumento do grau de abertura ao capital externo de risco e, principalmente, de empréstimo⁴⁸.

3.3.3. Sucessos e fracassos da reforma financeira

As reformas de 1964/1967 alteraram radicalmente a estrutura do SFB. As mudanças institucionais que ela promoveu visavam criar as bases para um novo esquema de financiamento do setor público (não inflacionário) e privado (baseado em mecanismos privados de financiamento de longo prazo). A Reforma teve vários sucessos, em particular, na ampliação do volume de crédito ao setor privado e na criação de um esquema de financiamento que

⁴⁷ Idéia surgida no BNDES, tempos antes. Como o Banco se dedicava a fazer empréstimos de longo prazo, usava esse recurso para compensar a inflação em seus financiamentos. Roberto Campos, um dos ministros formuladores das reformas e ex-presidente do BNDES conhecia o mecanismo da correção monetária e sugeriu sua utilização nos títulos da dívida pública (BNDES, 2002, p.35).

⁴⁸ A Lei 4131/62 permitiu a captação direta de recursos externos por empresas privadas nacionais e a Resolução 63 do Bacen, em 1967, regulamentou o empréstimo externo por parte de bancos nacionais para o repasse a empresas domésticas. Essas medidas eram consequência do diagnóstico dos formuladores da reforma de que o Brasil sofria de uma “escassez de poupança” e, segundo esse diagnóstico, mesmo com o desenvolvimento do SFB, seria necessário captar poupança externa em complemento à interna para viabilizar a industrialização.

permitia a geração de liquidez independentemente da expansão dos meios de pagamento (MONTEIRO FILHA, 1994, p.49-50). Contudo, ela falhou naquela que era sua missão principal: o desenvolvimento de instrumentos de captação e aplicação que viabilizassem o *funding* doméstico privado.

O êxito da Reforma em sua proposta de diversificar e expandir o SFB pode ser atestado por:

- (a) o crescimento do número e tipos de instituições financeiras em operação (HERMANN, 2002b, p.77);
- (b) a expansão do crédito em proporção ao PIB e pelo aumento dos saldos dos empréstimos do setor financeiro ao setor não financeiro, conseguido graças principalmente à instituição da correção monetária e pela dinamização das financeiras, que financiavam a compra de bens de consumo durável;
- (c) o aumento da participação de instituições não-bancárias em relação às bancárias em relação ao PIB, e pelo crescimento dos haveres financeiros não-monetários, o que sugere o desenvolvimento de instrumentos de captação e aplicação mais longos, por exemplo via mercado de capitais (HERMANN, 2002b, p.78).
- (d) O sistema de financiamento habitacional foi impulsionado. A participação da Caixa Econômica Federal, do BNH, associações de poupança e sociedades de crédito imobiliário passou de 8% em 1967 a 17,3% em 1973 (STUDART, 1988, p.124).

Além disso, como bem lembra Hermann (2002, p.242), os pesados investimentos e o forte crescimento econômico durante o “milagre econômico” (1968-73) e o II PND (1974-79) não seriam possível sem o suporte de uma estrutura de financiamento razoavelmente eficiente.

De forma geral, a reforma financeira:

“Criou novas linhas de recursos financeiros públicos e privados, e novos instrumentos de poupança, com rentabilidade real positiva, direcionando para o circuito institucionalizado as poupanças dispersas em canais especulativos, semi-legais ou ilegais.” (MONTEIRO FILHA, 2002, p.48).

Contudo, a forma como se deu o financiamento do crescimento econômico neste período foi estritamente diferente do idealizado na Reforma. Isso ocorreu porque a Reforma fracassou em alguns pontos, como sintetizados por Hermann (2002a, p.243).

- (a) o mercado de capitais não se tornou um fonte importante de financiamento das empresas;
- (b) a diversificação do SFB, traduzida na especialização funcional das diferentes instituições não ocorreu da forma planejada. Ao invés do aumento da concorrência esperado, o setor se concentrou por meio de conglomerados e, assim, controlando “o conjunto dos demais canais de financiamento criados pela reforma, obstaculizando a realização dos objetivos propostos” (MONTEIRO FILHA, 1994, p.54).
- (c) os bancos de investimento (BI) não se transformaram em provedores de financiamento de longo prazo, mas sim de capital de giro.
- (d) os mecanismos criados para a captação de recursos a longo prazo não conseguiram fazer destes uma fonte significativa de fundos para as instituições privadas. A correção monetária a posteriori, implementada pela Lei dos Mercados de Capitais, foi o instrumento imaginado para incentivar a aquisição de títulos de longo prazo em um contexto inflacionário, permitindo ao seu comprador, auferir ganhos reais com sua aplicação, e às instituições financeiras, captar a longo prazo. No entanto, para quem vende o título, a correção monetária aumenta os riscos, na medida em que uma aceleração do nível de preços maior que sua capacidade de remarcação de preços pode aumentar o custo do seu passivo acima de sua capacidade de pagamento, levando-o à insolvência. Dessa forma, é natural que a instituição prefira adquirir débitos em termos nominais. Ainda que as instituições financeiras sejam capazes de administrar esse risco, ela deverá ter dificuldades em adquirir ativos indexados, dada a provável resistência do mercado em adquirir esses débitos, como explicado. Isso leva a uma dualidade no sistema financeiro, caracterizada pela convivência de contratos em termos reais e nominais, e que cria a tendência de redução dos prazos dos ativos financeiros, como de fato ocorreu na época (STUDART, 1988, p.111-16). Assim, por um lado a correção monetária permitiu a expansão do crédito de curto prazo, por outro, não foi capaz de incentivar a captação, e conseqüentemente o crédito, de longo prazo.

Ou seja, a reforma fracassou na implementação do modelo de financiamento baseado em mercado de capitais no Brasil. Dessa forma, falhou também na criação de mecanismos privados de financiamento de longo prazo. Não obstante, as reformas tiveram o mérito de pavimentar o caminho para a expansão dos anos posteriores principalmente por causa da expansão do empréstimos de médio prazo de bancos de investimento, que serviam basicamente para financiar capital de giro; a expansão das financeiras, que oferertavam crédito ao consumo de bens duráveis; e a expansão do crédito habitacional, que impulsionou o mercado imobiliário nos anos seguintes.

Contudo, diante do fracasso dos mercados de capitais e dos bancos de investimento na oferta de financiamento de longo prazo, ganham importância os instrumentos públicos, notadamente o BNDES. Além disso, a facilidade de se obter crédito no exterior permitida pela Resolução 63 e pela Lei 4131, somada à grande liquidez externa, gerou grande fluxo de divisas para o país, acima da necessidade de financiamento externo da economia⁴⁹.

Assim, o arranjo financeiro existente no país a partir das reformas de 1964/67, ainda que não tenha sido aquele planejado pelas autoridades econômicas, foi capaz de financiar o forte crescimento da economia a partir de 1968 até o fim dos anos 1970. Contudo, esse esquema de financiamento tinha o demérito de gerar fragilidade que vieram a se manifestar no fim da década de 1970, trazendo desastrosas consequências para o país.

3.4. BNDES, 1964 a 1989

3.4.1. Período de 1964 a 1973 – Diversificação

O período que se inicia em 1964 e vai até 1973 pode ser dividido em duas fases. A primeira começa junto com o regime militar, em 1964, e se estende até 1967. Esse período é

⁴⁹ A entrada de recursos externos via conta capital era maior que o déficit em transações correntes, de forma que o país tem um acúmulo de reservas no período.

marcado pelo combate à inflação, por meio do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), baixo dinamismo econômico e pelas reformas estruturais, como a já mencionada reforma financeira, que criaram as bases para a retomada do crescimento, segundo a concepção do governo militar. A segunda fase, de 1968 a 1973, compreende o período conhecido como “milagre”, por conta da forte expansão da economia, baseada no setor de bens de consumo durável, acompanhada de redução da inflação e do desequilíbrio externo (HERMANN, 2005, p.70-71).

Em relação ao BNDES, ele acompanha o desempenho da economia no período, de forma que, a despeito do contínuo crescimento de seus desembolsos em todo o período, a partir de 1969, ano seguinte ao início do “milagre econômico”, a concessão de financiamento é significativamente acelerada, como pode ser observado na Tabela 8 abaixo. Em relação a 1968, os desembolsos aumentaram quase 60% em 1969 e quase triplicam até 1973. Além da expansão do volume de desembolsos, marcam o período a diversificação das atividades e fontes de recursos do Banco.

Tabela 8 – Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES

		(em %)				
	Ano	Desembolsos do BNDES (R\$ milhões de 2001)	Desembolsos do BNDES/FBCF (1)	FBCF/PIB (2)	Desembolsos do BNDES/PIB (1/2)	Crescimento do PIB
Reformas	1964	692,6	2,05	14,99	0,31	3,4
	1965	1242	3,66	14,71	0,54	2,4
	1966	1391,9	3,55	15,92	0,57	6,7
	1967	1424,5	3,43	16,2	0,56	4,2
Milagre	1968	1224,9	2,33	18,68	0,43	9,8
	1969	2251,2	3,82	19,11	0,73	9,5
	1970	2626,1	4,09	18,83	0,77	10,4
	1971	3439,1	4,55	19,91	0,91	11,3
	1972	4839,2	5,61	20,33	1,14	11,9
	1973	6021,9	6,11	20,37	1,24	14

Fonte: Anexo 2.

A partir de 1964, o surgimento de novos órgãos, tanto de execução quanto de planejamento, levam o Estado a desempenhar um papel diferente do que vinha exercendo. Por um lado, ganhava força com as reformas a idéia de que o desenvolvimento viria a partir do setor privado, e não mais liderado pelo setor público. Dessa forma, o Estado passa a atuar em complementariedade e em paralelo ao setor privado⁵⁰, diversificando os recursos do BNDES, reduzindo a participação da siderurgia e do setor elétrico nas aprovações do Banco (ver Tabela 9 abaixo), principalmente a partir de 1968, quando a expansão se baseia fortemente na expansão do setor de bens de consumo.

Assim, a siderurgia tem sua participação nas aprovações⁵¹ reduzidas de mais de 71% em 1964 a cerca de 47% em 1968, e a 8% em 1973. O setor elétrico, de 25,1% em 1967, passa para menos de 3% em 1973. Com a conclusão dos investimentos em infra-estrutura e indústria básica iniciados no Plano de Metas e com o fortalecimento do mercado interno, a indústria de transformação ganha importância dentro do Banco. A indústria química e de fertilizantes, por exemplo, que antes não representava apenas 2,5% das aprovações do Banco, em 1970 representava 17,2% e em 1973, 11,2%. Além disso, rapidamente cresce a participação dos setores de bens de capital nas operações do BNDES a partir de meados da década de 1960. A indústria de equipamentos elétrico e de transporte, por exemplo, que representavam menos de 1,5% das aprovações em 1964, em 1971 é responsável por quase 14% e em 1973, quase 8%.

⁵⁰ Najberg (1989, p.12) vai além afirmando que com a tomada do poder pelos militares, o BNDES passa a “ter uma conduta eminentemente privatista”, ilustrada pelo crescimento da participação e dos subsídios ao setor privado em suas aplicações.

⁵¹ Os dados de desembolsos abertos por setor de atividade não estão disponíveis até 1973. Contudo, o comportamento das aprovações representam uma boa *proxy* do comportamento dos desembolsos.

Tabela 9 – Sistema BNDES: participação por atividade nas aprovações (1964-1973)

	(em %)									
	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Insumos Básicos	77,5	77,8	63,0	46,7	29,3	36,9	34,9	38,7	29,9	40,1
Mineração					2,1	0,4	0,4	0,2	2,2	0,5
Siderurgia	71,2	71,3	46,1	37,4	6,7	10,3	8,3	13,7	7,8	8,1
Metalurgia Químicos e Fertilizantes	3,3	1,2	2,7	1,1	3,8	4,8	2,2	3,6	3,9	10,8
Papel e Celulose		2,5	4,6	9,7	6,7	1,2	4,4	17,2	10,8	8,3
Metalurgia de não-ferrosos		0,3	3,3	1,0	12,3	8,9	3,3	8,9	2,3	3,4
Outros	0,5	0,5	1,2	0,5	3,2	8,1	3,5	1,6	5,4	6,0
Equipamentos	1,4	10,2	9,7	12,1	10,4	9,5	9,9	13,6	4,8	7,7
Material Elétrico	1,1	6,3	6,1	5,3	5,0	4,6	5,2	3,8	3,8	3,6
Material de Transporte	0,3	3,9	3,5	6,7	5,4	4,8	4,7	9,8	1,0	4,1
Outras indústrias	0,8	8,0	13,9	9,5	13,7	14,8	17,4	20,1	35,5	25,5
Têxteis e Calçados		1,3	3,3	2,5	4,6	3,8	6,4	6,2	7,0	3,7
Produtos alimentares	0,8	3,0	3,2	3,2	5,6	4,2	5,7	8,7	5,0	5,5
Outros		3,7	7,4	3,8	3,5	6,8	5,3	5,2	23,5	16,3
Infra-estrutura	20,3	1,2	12,5	25,1	39,3	31,7	28,0	15,9	28,2	17,8
Energia elétrica	20,3	1,2	12,3	25,1	1,5	3,1	1,4	3,0	3,7	2,9
Transporte			0,2		31,1	19,1	21,8	9,7	22,8	11,8
Ferroviário					10,5	8,3	9,7	2,5	3,7	5,5
Rodoviário					14,6	8,0	8,1	4,4	7,3	5,6
Hidroviário			0,2		6,0	2,8	4,0	2,8	11,8	0,7
Outros					6,6	9,5	4,8	3,2	1,8	3,1
Outras Atividades		2,8	0,9	6,6	7,3	7,1	9,8	11,7	1,7	9,0
Educação, Tecnologia e P&D		2,6	0,9	6,4	4,7	4,7	3,9	3,3	0,3	3,3
Distribuição		0,1		0,2		2,2	2,7	5,2	1,0	5,2
Outros					2,6	0,1	3,2	3,2	0,3	0,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nota: Quaisquer discrepâncias no total são resultado de arredondamento automático.

Fonte: BNDES (1992).

Note ainda, que a partir do início do “milagre econômico”, a rubrica “outras indústrias”, que representa o setor de bens de consumo, em geral, tem sua participação expressivamente aumentada.

A diversificação das atividades do Banco é viabilizada pela criação de uma série de novas fontes de *funding*. Em 1964, os adicionais no imposto de renda, principal fonte de

financiamento do Banco desde sua criação, são extintos e substituídos por uma parcela dos recursos do orçamento fiscal. O BNDES passa então a constar também do “orçamento monetário”, recebendo parte da reserva monetária, composta pelo Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), criado em 1966 (PROCHNICK, 1995, p.4). Até 1973, as dotações orçamentárias são a principal fonte de recursos do BNDES. No entanto, a criação de novos fundos vinculados também foi de grande importância para a diversificação dos setores atendidos pelo Banco.

Com a criação das empresas estatais Rede Ferroviária SA (RFFSA) em 1957, da Centrais Elétricas Brasileiras SA (Eletrobrás), em 1962, que passaram a planejar e implementar projetos específicos nessas áreas, o BNDES pode reduzir a concentração de suas atividades, sendo liberado para o financiamento de outros setores, em particular projetos da iniciativa privada. Ademais, percebeu-se que muitos projetos não eram atendidos pelo Banco por não possuírem a dimensão dos projetos antes atendidos. Diante disso, o BNDES passa a apoiar projetos de pequenas e médias empresas e no setor agrícola (BNDES, 2002, p.64), além do setor educacional e de pesquisa e na modernização da indústria.

Assim, o Banco passa a atuar, dentre outros, em:

- a) Apoio a pequenas e médias empresas, financiado pelo FIPEME (Fundo de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas). Criado em 1965, permitiu a ampliação da gama de empresas atendidas pelo Banco, destinando-se o financiamento de capital fixo para criação e expansão de pequenas e médias empresas e utilizando recursos do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e do Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Posteriormente, o BNDES passou a complementar estas fontes de financiamento com recursos próprios e dos bancos de desenvolvimento estaduais, que atuavam como agentes financeiros do FIPEME.
- b) Desenvolvimento tecnológico, a ser financiado pelo FUNTEC (Fundo de Desenvolvimento Técnico e Científico), criado em 1964 para financiar o ensino técnico e profissional, pesquisas técnico-científicas e tecnológicas em campos de atividade especificados pelo Banco. Sua fonte eram os saldos operacionais das atividades do

Banco e recursos de origem fiscal. Outra importante fonte de recursos, que posteriormente veio a superar o FUNTEC foi a FINEP (Fundo de Financiamento de Estudos e Projetos e Programas), criada em 1964 com recursos do BNDES, da USAID e do BID, com o objetivo de financiar projetos e programas de desenvolvimento econômico. Desde 1985, é uma instituição autônoma, ligada ao Ministério da Ciência e da Tecnologia.

- c) Apoio à comercialização de máquinas e equipamentos, que veio a se tornar uma das maiores preocupações do Banco. Financiado por meio do FINAME (Fundo Especial de Financiamento Industrial), criado em 1964 para financiar, por meio de uma rede de agências, a compra e venda de máquinas e equipamentos; financiar a implantação e expansão indústrias de pequeno e médio porte, com fortes incentivos ao aumento do índice de nacionalização dos equipamentos em conformidade com o modelo de desenvolvimento baseado em substituição de importações. Era composto por recursos de empréstimos ou doações e entidades internacionais e nacionais e rendimento das próprias operações do fundo. A Finame é a primeira subsidiária do Banco e teve importância crescente em termos de recursos, principalmente a partir de 1968, quando sua participação nos desembolsos do Sistema BNDES dá um salto de 14,86% para 22,57%, como se pode ver na Tabela 10 a seguir.

Tabela 10 – Participação do Finame nos desembolsos do Sistema BNDES

		(em %)
Ano	Finame/Sistema BNDES	
1965		11,71
1966		13,86
1967		14,86
1968		22,57
1969		18,21
1970		19,34
1971		23,67
1972		23,81
1973		26,24

Fonte: Elaboração própria a partir de BNDES (1978).

Além disso, houve uma preocupação com a diversificação geográfica das atividades do BNDES, resultando na criação de escritórios regionais em Recife e Brasília e em programas criados para atenuar as desigualdades regionais, como o PIB-NE (Programa Especial de Apoio Financeiro à Indústria Básica do Nordeste), o PRODOESTE (Programa de Desenvolvimento Financeiro do Nordeste), o PROTERRA (Programa de Redistribuição de Terras e de Estímulo à Agroindústria do Norte e do Nordeste), entre outros.

Apesar da grande expansão do número de fontes e no volume do financiamento, a segunda metade da década de 1960 e o começo da década seguinte foram de instabilidade e falta de autonomia do Banco em relação aos seus recursos. Por um lado, muitos desses fundos eram vinculados, ou seja, tinham seu destino pré-determinado, de forma que o BNDES agia apenas como depositário e, portanto, sem ingerência sobre os recursos do fundo. Por outro lado, em 1964 o adicional do imposto de renda criado em decorrência do Fundo de Reparelhamento Econômico é extinto e substituído por uma parcela fixa do imposto de renda arrecadado. Ou seja, passa a fazer parte do orçamento do governo e, logo, é condicionado à liberação por parte do mesmo⁵². A concentração dos recursos no orçamento federal, e seu consequente condicionamento à aprovação do governo central é característica da própria política de desenvolvimento do governo militar, altamente centralizadora.

3.4.2. Período de 1974 a 1979 – II PND

A forte expansão econômica no período do “milagre” foi acompanhada de uma forte deterioração do saldo em transações correntes do balanço de pagamentos. O perfil do crescimento baseado na indústria de bens de consumo duráveis aumentou a dependência externa brasileira em relação a bens de capital e insumos industriais, especialmente petróleo. O próprio crescimento se tornou mais dependente de importação.

⁵² Para mais detalhes sobre as fontes de financiamento do BNDES entre 1952 e 1994 ver Prochnick (1995). Para uma lista mais completa dos fundos de recursos vinculados criados no período, ver Monteiro Filha (1994, p.91-96).

Neste contexto de maior dependência externa, ocorre o primeiro choque dos preços do petróleo no mercado internacional. A OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) promoveu um aumento nos preços do barril de petróleo de mais de 500% em 2 anos, levando o preço médio do barril de US\$ 2,48 em 1972 para US\$ 11,58 em 1974 (o que ficou conhecido como “primeiro choque do petróleo”).

O choque reduziu drasticamente, portanto, a capacidade de importação do país, transformando a situação da economia brasileira de *dependência* externa em uma situação de *restrição* externa (HERMANN, 2005, p.96).

Diante da situação, estavam postas para o governo do então Presidente General Ernesto Geisel pelo menos duas possibilidades de ajuste das contas externas. A primeira era por meio de políticas monetárias e fiscais restritivas que visassem reduzir *conjuntamente* a necessidade de importação, melhorando o saldo em transações correntes. A segunda opção era por meio de um aprofundamento do processo de substituição de importações e aumento da capacidade de exportar, promovendo uma *mudança estrutural* na balança comercial.

O governo militar opta pela segunda estratégia, traduzida no lançamento em 1974 do II Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico (II PND), que consistia em um grande plano de investimentos em setores estratégicos, identificados como “pontos de estrangulamento” responsáveis pela restrição externa e estrutural ao desenvolvimento econômico: infra-estrutura, bens de produção (capital e insumos), energia e exportação (HERMANN, 2005, p.100). Ao Estado caberia os setores de infra-estrutura (energia, transporte e comunicação), e ao setor privado nacional os setores de equipamentos e materiais, atendendo assim à demanda alimentada pelos investimentos estatais.

Dessa forma, o II PND visava intensificar o processo de substituição de importações, implementando uma nova etapa da industrialização, baseada nos setores de bens de capital e insumos industriais, o que visava a redução do coeficiente de importação de bens de capital e

da dependência do petróleo importado, além da expansão e diversificação da pauta de exportações a favor de bens manufaturados e semimanufaturados.

No entanto, dada a necessidade de importação que os investimentos nos setores mencionados demandariam e a restrita capacidade de exportar da economia brasileira no momento, seria necessário um aumento ainda maior da oferta de crédito externo. Além disso, dado o longo período de maturação dos investimentos planejados e o fracasso das reformas de 1964/67 em criar mecanismos privados nacionais de financiamento de longo prazo, a viabilização do II PND dependia do financiamento externo ou público. O amplo financiamento externo foi possibilitado pela alta liquidez internacional propiciada pelos petrodólares e pela recuperação da economia mundial após o primeiro choque do petróleo. O financiamento público ficou a cargo principalmente do BNDES, “cuja função central no II PND era o financiamento dos investimentos privados, com base em linhas especiais de crédito a juros subsidiados” (HERMANN, 2005, p.100).

Diante da necessidade de expandir o investimento, novos instrumentos são criados para aumentar a capacidade de financiamento do BNDES. Entre estes, merece destaque uma nova fonte de *funding* concedida ao Banco. Em 1974, O BNDES passa a gerir os recursos do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP)⁵³, que compõem o Fundo PIS-Pasep, antes gerido pela Caixa Econômica Federal (CEF). Os recursos do Fundo PIS-Pasep tinham a qualidade de ser estável e independente de questões orçamentárias, configurando-se em uma fonte segura de recursos de longo prazo para o BNDES. Segundo Prochnick (1995, p.5), “[a] garantia de entrada de recursos é crucial ao financiamento de longo prazo, já que há, inclusive, o compromisso contratual de desembolso futuro de parcelas aos empreendedores dos projetos.”

⁵³ Os recursos do PIS eram arrecadados por meio de uma contribuição sobre o faturamento das empresas e do Pasep, de uma contribuição sobre as receitas de órgãos e administrações públicas.

Além disso, o PIS-PASEP rapidamente multiplica os recursos à disposição do Banco, “convertendo-o em principal agente financeiro do II PND” (MONTEIRO FILHA, 1994, p.103). Apesar de constar no *funding* do Banco apenas a partir de 1974, já representa mais de 50% dos recursos do Banco em 1976. O Fundo PIS-Pasep foi a principal fonte de recursos do BNDES até sua substituição pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), em 1988.

Em posse desses novos recursos e adaptando-se às suas atribuições no II PND, o BNDES cria em 1974 três subsidiárias para atuar na capitalização de empresas nacionais e agilizar a concessão de empréstimos pelo Banco. São elas: a Mecânica Brasileira SA (Embramec), para apoiar o segmento de bens de capital por meio de participação acionária; a Insumos Básicos SA (Fibase), para o setor de insumos básicos (minerais, aço e metais não-ferrosos, produtos químicos e petroquímicos, fertilizantes, cimento, papel & celulose), e; a Investimentos Brasileiros SA (Ibrasa), para o financiamento, por meio de participação minoritária, do capital de risco. Como pode ser constatado por meio da Tabela 11, apenas as subsidiárias (Fibase, Embramec, Ibrasa e Finame), mais o FINAME, chegam a 1979 com a responsabilidade por quase 50% dos desembolsos do sistema BNDES.

Tabela 11 – Sistema BNDES: desembolsos por atividade (1973-1979)

	(em %)						
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Insumos Básicos	21,1	31,7	38,8	28,7	32,5	35,7	30,6
Mineração	0,6	0,5	0,6	0,6	1,5	1,2	0,3
Siderurgia	12,3	20,9	18,8	10,1	11,1	13,6	12,2
Metais não-ferrosos		0,4	0,7	0,9	1,8	3,2	2,9
Químicos e Petroquímicos	4,4	5,2	7,1	8,8	8,9	7,5	5,5
Fertilizantes	0,2	0,5	2,1	1,6	0,8	1,9	1,4
Papel & Celulose	1,5	0,2	3,2	4,6	4,6	2,6	1,6
Cimento	2,0	2,6	4,2	0,7	0,5	0,9	0,4
Repasses à Fibase	0,0	1,5	2,1	1,5	3,4	4,8	6,2
Equipamentos	11,9	12,0	17,1	33,0	31,8	26,1	23,2
Bens de Capital e componentes	4,4	3,5	3,2	5,6	3,8	1,6	1,3
Repasses à FINAME	7,5	6,7	13,6	25,8	26,3	23,6	20,3
Repasses à Embramec		1,8	0,2	1,6	1,7	0,9	1,6
Outros Programas	50,9	50,6	37,8	31,5	25,7	22,1	26,8
POC	13,4	15,2	12,4	13,4	11,7	12,0	15,6
Modernização corporative	12,0	10,1	6,7	3,3	2,2	2,2	0,1
Infraestrutura	15,0	11,3	11,0	6,9	5,1	4,5	4,3
Desenvolvimento Tecnológico	1,8	1,6	0,9	0,5	0,2	0,1	0,1
Repasses à Ibrasa		1,8	2,0	2,4	0,8	0,8	2,3
Procap				1,5	3,4	1,8	3,7
Outros Projetos	8,6	10,6	4,8	3,5	2,3	0,6	0,8
Total BNDES	83,8	94,2	93,7	93,2	90,0	83,9	80,6
Menos os repasses às subsidiárias	7,5	11,8	18,0	31,3	32,2	30,2	30,3
Total BNDES ajustado	76,4	82,5	75,7	61,8	57,8	53,7	50,3
Subsidiárias (repasses + recursos próprios)	23,6	17,5	24,3	38,2	42,2	46,3	49,7
Fibase		0,3	2,6	2,7	3,4	5,4	6,5
Embramec			0,7	1,7	1,2	1,8	1,8
Ibrasa		0,5	1,6	1,9	1,1	1,0	2,4
FINAME	23,6	16,7	19,5	31,9	36,5	38,1	39,0
Total Sistema BNDES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nota: Qualquer discrepância é resultado do arredondamento.

Fonte: BNDES (1992).

A dinamização dos setores atendidos pelas subsidiárias (bens de capital e insumos básicos) deveria levar à formação de novos grandes grupos empresariais nacionais, tornando o tripé empresas estatais, multinacionais e privadas nacionais, mais equilibrado (BNDES, 1978). Como o capital nacional tinha espaço preferencial na indústria de base (o Banco oferecia crédito a juros especiais quanto maior o índice de nacionalização da produção), e como este

deveria liderar a industrialização a partir de então, à medida que a industrialização avançasse, a empresa nacional se fortaleceria, equilibrando a situação.

Contudo, a tomada de empréstimos de longo prazo era inibida pela indexação do crédito em um ambiente de alta inflação⁵⁴. Logo, para possibilitar o crescimento acelerado, baseado na expansão do setor privado, cria-se em 1974 novas regras de indexação para o Banco, que limitavam a correção monetária, de forma a incentivar o empresário a tomar emprestado os recursos de longo prazo oferecidos pelo BNDES⁵⁵. Tal política correspondia às definições estabelecidas pelo governo Geisel de “fornecer juros subsidiados como forma de incentivar o desenvolvimento de setores econômicos que eram considerados estratégicos e não vinham sendo devidamente explorados.” (BNDES, 2002, p.98).

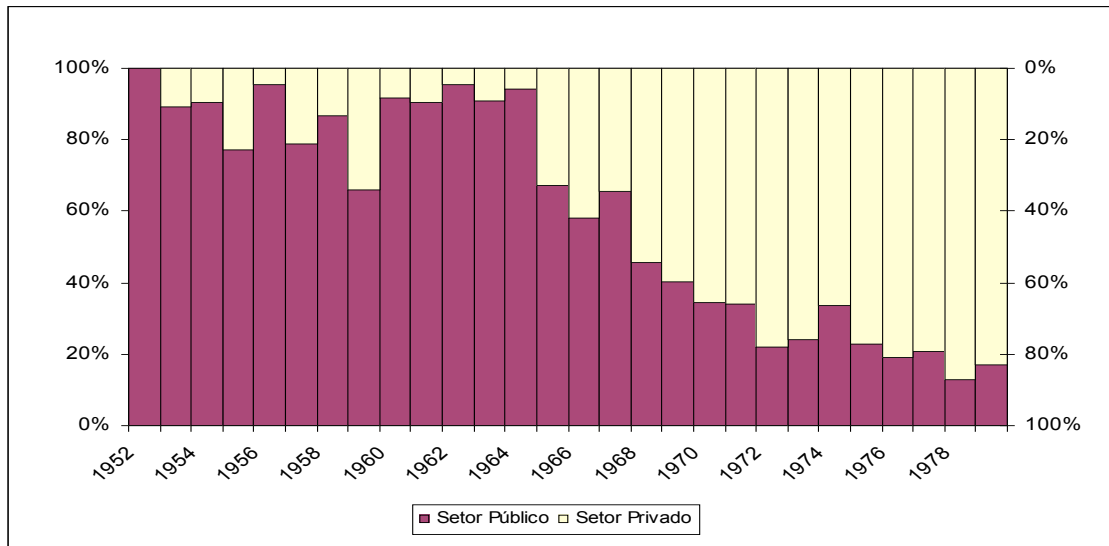
Os esforços do Banco em relação ao fomento ao setor privado podem, ainda, ser observados por meio do gráfico 1, que mostra a evolução da participação do setor público e privado nos desembolsos totais⁵⁶.

⁵⁴ Como anteriormente explicado, a indexação aumenta o valor nominal das obrigações sem a garantia de crescimento equivalente da receita.

⁵⁵ Najberg (1989) mostra que tais incentivos criavam a possibilidade de ganhos privados por meio da inflação, o que representou um subsídio da ordem de 74% dos recursos liberados entre 1975 e 1987.

⁵⁶ O fortalecimento da empresa privada nacional, conforme lembra Monteiro Filha (1994, p.100), se daria por meio de processos de fusão e aquisição, criando grandes grupos nacionais, na forma de grandes empresas, conglomerados financeiros e financeiros-industriais.

Gráfico 1 – Participação dos setores público e privado nos desembolsos do BNDES (1952-1979)



Fonte: Elaboração própria a partir de BNDES (1978), para dados de 1952 a 1976, e Najberg (1989) para dados referentes a 1977, 1978 e 1979.

O resultado desses esforços, por outro lado, pode ser observado na Tabela 12, que mostra a expansão verificada no índice de nacionalização de máquinas e equipamentos utilizados em alguns dos setores de atenção prioritária do Banco, evidenciando o sucesso do II PND em relação à conclusão do processo de industrialização por substituição de importações com a internalização do setor de bens de produção.

Tabela 12 – Índices de Nacionalização dos Equipamentos em Projetos Financiados pelo Sistema BNDE

Setor	1974/75	1979/80
Siderurgia	22%	70-80%
Hidrelétricas	50%	85-90%
Cimento	50%	95%
Petroquímica	60%	70-80%
Papel e Celulose	50-60%	80-85%
Fertilizantes		
Nitrogenados	60%	70%
Fosfatados	70%	90%
Mineração	50-60%	80-90%
Material		
Ferroviário	60%	90-95%

Fonte: BNDES, Relatório de Atividades, 1979.

Além disso, acreditava-se que o avanço nos setores selecionados exigiria o aprimoramento técnico das novas empresas. Assim, o Banco muda e expande o Funtec. O apoio ao desenvolvimento tecnológico, contudo, apesar de ter se expandido, nunca chega a ter uma participação expressiva nos desembolsos totais do sistema BNDES (não mais do que 2% entre 1973 e 1979). Outra importante mudança seria a criação do Programa de Operações Conjuntas (POC), em 1974, em substituição ao FIPEME, dando autonomia aos agentes financeiros, de forma que eles ficassem responsáveis pela análise do crédito e pelo seu risco. Com isso, o BNDES ganha capilaridade com uma rede ampla e ágil de intermediários emprestando com seus recursos. Em 1976, o Banco cria o Programa de Estímulo ao Desenvolvimento do Mercado de Capitais (PROCAP), por meio do qual concedia financiamentos para subscrição de ações, em consonância com as transformações no mercado de crédito e de capitais desde as reformas de 64/67.

Como resultado de todos os esforços, o Brasil inicia a década de 1980 com o mais completo parque industrial da América Latina (BNDES, 1992, p.18). É razoável afirmar que parte considerável dos méritos deste feito pertencem ao BNDES. Ao fim do II PND, seus desembolsos financiavam mais de 35% da formação bruta de capital fixo da indústria (como pode ser observado na Tabela 13).

Tabela 13 – Participação dos desembolsos do Sistema BNDES na formação bruta de capital fixo (FBCF)

Anos	Desembolsos do BNDES / FBCF	Desembolsos mais Prestação de Garantias / FBCF	Desembolsos do BNDES para a Indústria / FBCF da Indústria ¹
1974	6.9%	6.9%	15.1%
1975	9.2%	10.6%	30.5%
1976	8.9%	10.6%	25.8%
1977	9.3%	10.6%	30.3%
1978	9.2%	10.6%	35.4%
1979	8.0%	8.7%	32.6%

¹ Não estão incluídas prestações de garantias, além de desembolsos para programas como POC, Procap e outros, por não serem exclusivamente dedicados à indústria. Logo, a participação do BNDES na FBCF da indústria é ainda maior.

Fonte: Elaboração própria (última coluna) a partir de Monteiro Filha (1994), Najberg (1989) e BNDES (1992).

3.4.3. Período 1979 a 1989 – Crise

O fim da década de 1970 inaugura um período de sérios problemas para a economia brasileira. Por um lado, os investimentos do II PND, finalizados até o início da década de 1980, conseguem completar o processo de industrialização por substituição de importações no país (HERMANN, 2005, p.94). Por outro lado, o País emerge deste processo com uma profunda vulnerabilidade financeira externa, que se concretiza a partir de 1979.

Em meados desse ano, a OPEP promove um novo “choque do petróleo”, aumentando em cerca de três vezes o preço o barril de petróleo, com impactos em termos de inflação de custos em todos os países industrializados. Em resposta, os países desenvolvidos promovem aumentos em suas taxas básicas de juros, que encerra a fase de alta liquidez externa e boa receptividade frente às grandes dívidas de países como o Brasil.

Diante do agravamento do problema externo (o saldo do Balanço de Pagamentos torna-se fortemente negativo em 1979 e 1980), que se somava ao crescente problema inflacionário (a inflação saltara de 44% a.a. em 1978 para 77,2% a.a. em 1979), o governo adota um plano de ajuste externo e fiscal, com a redução das importações e aumento das exportações, que deveria compensar a retração causada pela redução dos gastos públicos. O diagnóstico era de que o estrangulamento externo era resultado do desajuste de preços relativos em decorrência do choque do petróleo e de juros. Visando corrigir esse desajuste, o governo promove uma maxidesvalorização cambial de 30%, aperto da política monetária⁵⁷ e redução dos investimentos públicos com vistas à redução do déficit fiscal em fins de 1979, que, acreditava-se, alimentava a inflação⁵⁸.

⁵⁷ O que levou a taxas negativas de expansão do agregado monetário M1 (HERMANN, 2005, p.108).

⁵⁸ No entanto, a redução dos investimentos públicos não foi significativa, por causa dos projetos iniciados com o II PND que estavam sendo finalizados e dos subsídios, principalmente para agricultura e exportação, ainda cresceram até 1980 (HERMANN, 2005, p.109).

No entanto, a maxidesvalorização somada a mudanças nas regras de reajuste salarial – que antes ocorriam a cada 12 meses e passaram para a cada 6 meses – levaram ao aumento da inflação. Com a inflação, o efeito real da maxidesvalorização perde força, o que somado ao aumento dos preços do petróleo e dos encargos com juros, impede a realização do ajuste externo. Diante da situação, o governo assume em 1981 um modelo de ajuste recessivo e eleva as taxas de juros. Tal medida tinha dois objetivos: reduzir as importações por conta da recessão que se impunha, e incentivar empresas nacionais (inclusive estatais) a tomar crédito no exterior, aliviando o déficit no Balanço de Pagamentos (HERMANN, 2005, p.110).

O resultado, como esperado, foi a recessão. O PIB real cai 4,3% em 1981, levando à redução de 6,3% na renda per capita. No ano seguinte o PIB cresce 0,8% e cai novamente (2,9%) em 1983. A recessão se soma aos efeitos dos investimentos recém concluídos do II PND, conseguindo reverter, até meados dos anos 90, o déficit na balança comercial que marcaram os anos anteriores (vide Tabela 14)⁵⁹. Isso, no entanto, é insuficiente para reverter o déficit em transações correntes haja vista o aumento das transferências com serviço da dívida externa⁶⁰.

Com poucas reservas internacionais, em 1982 o Brasil recorre ao FMI, cujos acordos são condicionados ao aprofundamento do ajuste recessivo (redução dos investimentos públicos, contração da base monetária e nova maxidesvalorização de 30%). Em 1984, com a retomada do crescimento na economia mundial, o ajuste externo se efetiva. De 1984 a 1986, as contas externas melhoram, o PIB volta crescer e o déficit público se reduz momentaneamente. A inflação, no entanto, não apenas continuava a ser um problema, como se tornava um problema cada vez mais grave.

⁵⁹ Dada a mudança na estrutura produtiva da economia nacional, Castro e Souza (1985) chamaram a reversão da balança comercial de “superávit estrutural”.

⁶⁰ A moratória do México em 1982 e o consequente aumento da percepção de risco em relação aos países altamente endividados como o Brasil, dificulta a atração de capital externo por estes, mesmo com a política de juros altos.

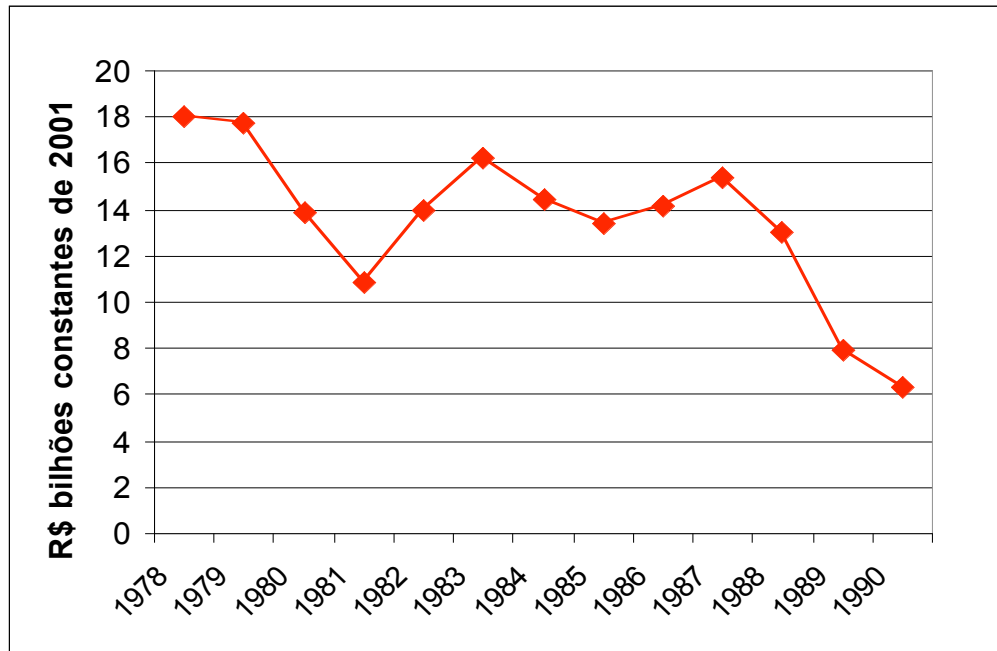
Tabela 14 - Indicadores macroeconômicos selecionados

	PIB (% a.a.)	Inflação (% a.a.)	Balança Comercial (US\$ milhões)			Transações Correntes (US\$ milhões)
			Importações	Exportações	Total	
1979	6,8%	77,2%	18.084	15.244	-2.839	-10.708
1980	9,2%	110,2%	22.955	20.132	-2.823	-12.739
1981	-4,3%	95,2%	22.091	23.293	1.202	-11.706
1982	0,8%	99,7%	19.395	20.175	780	-16.273
1983	-2,9%	211,0%	15.429	21.899	6.470	-6.773
1984	5,4%	223,9%	13.916	27.005	13.090	95
1985	7,8%	235,0%	13.153	25.639	12.486	-248
1986	7,5%	65,0%	14.044	22.349	8.304	-5.323
1987	3,5%	415,8%	15.051	26.224	11.173	-1.438
1988	-0,1%	1037,6%	14.605	33.789	19.184	4.180
1989	3,2%	1782,9%	18.263	34.383	16.119	1.032

Fonte: Giambiagi *et alii* (2005).

Assim, a partir de longos debates em torno das origens da inflação e formas para o seu combate, uma série de planos de estabilização (os “choques heterodoxos”), baseados nas teorias inercialistas, são implementados sem trazer sucessos duradouros nesta questão. No entanto, além de alguns momentos de crescimento econômico, trouxeram importantes lições sobre o combate a inflação (CASTRO, 2005a, p.117). Com o fracasso dos planos de estabilização e com os problemas externos que voltam a se agravar, o governo declara a moratória dos juros da dívida externa em 1987, com consequências que se estenderam por muitos anos.

Em relação ao BNDES, o período que vai do início dos anos 80 até o início dos anos 90 marcou uma fase de redução dos desembolsos do BNDES, como pode ser observado no Gráfico 2 abaixo. Em 1990, os desembolsos do BNDES representaram apenas 35,5% dos desembolsos de 1979, em valores constantes (ver Tabela 15).

Gráfico 2 – Evolução dos desembolsos do BNDES – 1978 a 1990

Fonte: BNDES (2002).

Esse movimento é decorrente da grave crise que se instala na economia brasileira. A redução da taxa de investimento, do crescimento econômico e a aceleração da inflação reduziram a demanda pelos desembolsos do Banco. Além disso, por outro, a política de controle do déficit público, a restrição externa e a recessão reduziram a capacidade financeira do Banco, apesar do número de setores beneficiados ter aumentado.

Tabela 15 – Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES (1979-1990)

Ano	Desembolsos do BNDES (R\$ milhões de 2001)	(em %)			
		Desembolsos do BNDES/FBCF (1)	FBCF/PIB (2)	Desembolsos do BNDES/PIB (1/2)	Crescimento do PIB
1979	17.712,8	10,62	23,36	2,48	6,8
1980	13.874,3	7,56	23,56	1,78	9,2
1981	10.895,5	6,01	24,31	1,46	-4,3
1982	13.982,5	8,08	22,99	1,86	0,8
1983	16.257,6	11,17	19,93	2,23	-2,9
1984	14.430,1	9,92	18,90	1,87	5,4
1985	13.437,5	8,99	18,01	1,62	7,8
1986	14.169,9	7,93	20,01	1,59	7,5
1987	15.390,3	7,19	23,17	1,67	3,5
1988	12.983,4	5,78	24,32	1,41	-0,1
1989	7.933,8	3,10	26,86	0,83	3,2
1990	6.281,3	3,33	20,66	0,69	-4,3

Fonte: Para FBCF/PIB: IBGE, "Estatísticas do século XX", 2006; Crescimento do PIB: Giambiagi *et alii* (2005); demais colunas, elaboração própria, a partir de BNDES (2002) e IPEADATA, 2006.

Diante da crise que se avistava em 1979/1980 e com agravamento da restrição de financiamento externo e do déficit público, as prioridades de política econômica expressas no III PND (1980-85) indicavam que a ação governamental seria direcionada ao fortalecimento do setor privado nacional, "limitando-se o Estado, como produtor ou investidor, a campos e atividades exigidos pelo interesse e segurança nacionais e aos projetos não desejados ou inviáveis para a iniciativa privada" (MONTEIRO FILHA, 1994, p.114). Assim, as prioridades do III PND eram: a) geração líquida de divisas, por meio da substituição de importações ou do aumento da exportação; b) produção de insumos energéticos, especialmente os substitutos de derivados de petróleo (em 1979 é estabelecido o suporte do BNDES ao Programa Nacional do Alcool, o Proálcool, com aplicações no segmento industrial do Programa) ; c) infra-estrutura de apoio ao setor primário, destinado à expansão da produção agro-pecuária de bens de consumo (em 1979, o Banco assina convênio com o Ministério da Agricultura assegurando suporte ao setor até pelo menos 1984); d) desenvolvimento das regiões mais atrasadas (MONTEIRO FILHA, 1994, p.114-117).

O BNDES, portanto, passa a direcionar seus programas a partir de 1979 para os setores de energia⁶¹, infra-estrutura e agricultura. As aplicações nos setores de bens de capital e insumos básicos deveriam permanecer até, pelo menos, sua maturação. Com a restrição do crédito imposta pelo ajuste recessivo, no entanto, são estabelecidos limites para oferta de recursos pelo Banco em 1980, de forma que alguns investimentos da fase anterior, que ainda não haviam chegado à maturação, são suspensos por falta de recursos. Diante das restrições, o Banco traça três metas básicas: a) economizar reservas; b) preservar o parque nacional (uma vez que a expansão já estava fora de questão) e; c) agir incisivamente sobre os problemas sociais mais urgentes (BNDES, 2002, p.123)

Com isso, por meio do Decreto-Lei 1940 de 25 de maio de 1982, o governo do Presidente Figueiredo cria o Fundo de Investimento Social (Finsocial), com o objetivo de apoiar programas de combate a fome, habitação popular, saúde, educação e amparo ao pequeno agricultor, e que seria financiado com um imposto sobre a renda. Para gerenciar as operações do Finsocial, o BNDES cria uma diretoria específica, ganhando finalmente o “S” da sigla que o designa. Em julho do mesmo ano, as subsidiárias Ibrasa, Embramec e Fibase foram fundidas formando a BNDESPAR – BNDES Participações SA. – visando melhor coordenação no apoio à capitalização de empresas nacionais.

O Banco passa ainda a apoiar o financiamento de informatização de presídios e expande o financiamento a programas ambientais (com a criação do Programa de Conservação do Meio Ambiente – Conserve). Em 1983, o Banco se torna agente financeiro do Fundo da Marinha Mercante (FMM), reforçando seu *funding*. Em 1984, cria o Programa de Apoio ao Incremento das Exportações (Proex). Apesar de se ter completado o processo de ISI, diante da

⁶¹ A questão energética, particularmente, passa a ser decisiva para a aprovação de um projeto. Projetos que resultassem em economia de energia ou contemplassem o uso de fontes de energia alternativa, bem como o desenvolvimento de tecnologia e equipamentos para este processo, ganhavam prioridade. Do mesmo modo, o apoio a projetos que demandassem o uso de combustíveis derivados do petróleo era restringido.

restrição externa, tem continuidade o apoio a empresas nacionais para a oferta de alternativas a produtos importados.

Com o fim do regime militar, em 1985, é resgatado o planejamento de longo prazo da economia com lançamento do Plano Nacional de Desenvolvimento da Nova República (1988-9). Na mesma época o BNDES inicia a privatização de empresas sob seu controle⁶².

Em 1988, com a nova constituição, o PIS-PASEP é substituído pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). De acordo com a Constituição, pelo menos 40% dos recursos do FAT devem ser direcionados para o BNDES, na forma de um *funding* cujo principal não precisa ser pago (a justificativa para isso é que o BNDES, ao oferecer *funding*, viabiliza uma série de investimentos, fundamentais para a manutenção e ampliação do nível de emprego e renda). Por ter começado a operar apenas em 1989, o FAT não teve tempo de gerar impactos significativos nos recursos do BNDES na década de 80. Contudo, ele se tornou a mais importante fonte de captação do Banco ao longo dos anos 90.

O mal desempenho da economia, nos anos 80, fez com que esta fosse chamada, a “década perdida”. O BNDES, como um banco público, esteve sujeito a adversidades da mesma natureza que o próprio governo. Com restrições orçamentárias e queda de 32% no total de empréstimos concedidos entre 1982 e 1989 (mas que ainda representavam 7,8% na formação bruta de capital fixo do período), o BNDES passou por um período de falta de definição de prioridades, mas manteve sua importância na viabilização dos principais projetos de investimento nos setores em que atuou.

⁶² Em muitos casos, o BNDES se tornou acionista em virtude do não-pagamento dos empréstimos concedidos. A experiência do Banco nesses processos seria importante na década seguinte quando ele se transforma no agente das privatizações realizadas pelo governo federal.

3.4. Considerações Finais

O início do processo de industrialização por substituição de importações no Brasil revelou a inadequação do sistema financeiro brasileiro diante das crescentes necessidades da economia. Até meados do século, não havia fontes domésticas de financiamento que suprissem as necessidades de *funding* dos investimentos da industrialização.

Desde sua criação, em 1952, até os anos 80, o BNDES assumiu papel estratégico na industrialização brasileira como praticamente a única instituição financeira no país a financiar projetos de investimento a longo prazo. Além disso, o Banco foi um importante agente do Estado na execução das políticas consolidadas nos planos de desenvolvimento nacional. Ou seja, o BNDES foi um instrumento fundamental na viabilização do modelo de desenvolvimento adotado no período. A evolução de sua atuação está sintetizada na Tabela abaixo.

Tabela 16 – Atuação do BNDES (anos 50 aos anos 80)

	Setores Beneficiados	Desembolsos do Sistema BNDES	
		em % da FBCF - média da década	Em % do PIB - média da década
Anos 50	Infra-estrutura econômica (energia e transporte) e siderurgia	1,59	0,25
Anos 60	Indústria de Base, bens de consumo, pequenas e médias empresas e desenvolvimento tecnológico	3,07	0,51
Anos 70	Insumos básicos, bens de capital e substituição de importações	9,09	2,01
Anos 80	Energia, agricultura, social e integração competitiva	7,15	1,52

Fonte: Elaboração própria a partir de BNDES (2002, p.14) e Anexo 2.

Tendo em vista o baixo grau de desenvolvimento do SFB e, conseqüentemente, a carência de fontes de captação de recursos de longo prazo no Brasil, a atuação direta do Estado foi fundamental para criar as condições de operação do BNDES. Entre as décadas de

1950 e 1980, o Estado assumiu os esforços de captação de recursos de longo prazo, instrumentalizando o Banco para a tarefa de suprir as necessidades de *funding* da economia. Esses recursos eram oriundos, principalmente, de adicionais no imposto de renda e contribuições sociais. Como parte do orçamento do governo ou na forma de fundos de poupança compulsória, a operação desses recursos pelo BNDES permitiu a alocação de parte do estoque de riqueza da sociedade na forma de *funding* para investimentos fundamentais ao desenvolvimento econômico brasileiro, e que dificilmente poderiam ser financiados pelo setor privado nacional. Nesse sentido, destaca-se o Fundo PIS-Pasep, que foi incluído nas fontes de recursos do BNDES a partir de 1974. Esses recursos tinham a qualidade de serem estáveis – não eram condicionados a aprovação orçamentária, por exemplo – e de longo prazo. Além disso, o volume crescente de recursos do fundo permitiu ao Banco expandir rapidamente suas operações quando o Estado brasileiro realizava um esforço de industrialização que envolvia grandes demandas de financiamento de longo prazo.

Até o fim da década de 1970, o padrão de financiamento baseado no crédito público e no crédito externo havia sido capaz de sustentar altas taxas de investimento e crescimento do PIB. Esse modelo, no entanto, tinha deficiências que se traduziram no aumento da fragilidade externa da economia como um todo, no aumento da fragilidade financeira do Estado e de suas instituições financeiras de desenvolvimento (IFD) e no papel desempenhado pela elevada taxa de inflação no financiamento do desenvolvimento. Os riscos que tais ineficiências implicavam se materializaram no início da década de 1980 com o revés da economia internacional. Dessa forma, o padrão de financiamento que havia sido funcional ao desenvolvimento econômico até então, perde sua funcionalidade nas décadas seguintes (STUDART, 2000, p.25-28).

Além disso, com os investimentos do II PND, que internalizaram os setores de bens de capital e de insumos básicos, o Brasil completa a última etapa da industrialização por

substituição de importações. Isto é, o Brasil atingiu a industrialização completa dentro do padrão tecnológico metal-mecânico. Como explica Mourão (1994, p.14-15),

“[...]com a maturação, no início dos anos 80, dos investimentos em insumos básicos e bens de capital realizados nos anos 70, o processo de substituição de importações encerra um ciclo. Já não havia setores da economia que, ao serem alvos de ação para internalizar a produção, tivessem capacidade de alavancar demanda, aos demais setores produtivos do país, suficiente para determinar um novo ciclo de crescimento. A obtenção da quase total auto-suficiência na matriz produtiva brasileira tornou obsoleto o conceito de ‘substituição de importações’ como orientador para a política industrial.”

O esgotamento do modelo de ISI, somada à crise de seu padrão de financiamento, se traduziu na perda de dinamismo da economia nos anos 80 e culminou na ruptura do próprio modelo de desenvolvimento.

Capítulo 4 – O BNDES nos anos 1990: uma análise keynesiana

4.1 Introdução

A crise dos anos 1980 marcou a inflexão do país no sentido de uma drástica reversão de seu modelo de desenvolvimento econômico. Para se adaptar ao novo paradigma, o Brasil adota, no fim da década de 1980 e início de 1990, uma série de reformas que alteraram radicalmente a estrutura econômica nacional, principalmente no que se refere à redução da presença do Estado na economia.

Assim, o país passaria de um modelo baseado na atuação do Estado em praticamente todos os aspectos do ambiente econômico, regulando e mesmo liderando o processo de crescimento econômico, para outro, baseado no mercado e na inserção do Brasil no mercado globalizado e onde a presença do Estado na economia seria redefinido no sentido de um Estado mínimo.

Assim, uma série de reformas liberalizantes foram implementadas com o objetivo de levar o Brasil à nova estratégia de desenvolvimento. No que diz respeito à estrutura produtiva, destacam-se as privatizações e a abertura comercial, as quais teriam a tarefa de aumentar o nível de investimentos, além de incrementar a eficiência da economia por meio de sua exposição à maior competição doméstica e internacional. Além disso, em sintonia com a tendência internacional, realizou-se um amplo processo de liberalização financeira, o que, segundo argumentava-se, levaria ao crescimento do crédito e do PIB, além de possibilitar a implementação de um novo padrão de financiamento, baseado no setor privado. Todas as reformas mencionadas são aprofundadas a partir de 1994, com a implementação do Plano Real.

Tendo em vista que “a evolução dinâmica da política de financiamento do BNDE[S] reflete as necessidades do País e o próprio amadurecimento da economia.” (BNDE,1978, p.13), as transformações por que passava a economia brasileira colocavam em questionamento o papel do BNDES.

Historicamente, o BNDES havia sido a única instituição financeira do país a conceder financiamento de longo prazo para projetos de investimento, sobretudo em indústria e infraestrutura. Além disso, o Banco foi um importante agente do Estado, apoiando e executando as diretrizes de política econômica e, principalmente, de política industrial.

Contudo, a nova estratégia de desenvolvimento que se instalava no Brasil, por um lado, previa a substituição do padrão de financiamento baseado no crédito público pelo padrão baseado no mercado de capitais, e por outro, dava pouca margem para política industrial⁶³.

Assim, a adaptação do BNDES ao novo modelo impunha um reposicionamento do Banco diante da economia e do SFB. Ao longo da década de 1990 observou-se, portanto, uma profunda mudança do Banco refletindo um desvio de suas atribuições históricas. Por exemplo, o Banco passa a utilizar de métodos de seleção dos projetos baseados na relação risco/retorno, aos moldes dos sistemas utilizados em bancos privados. Em relação ao destino dos desembolsos, chamou a atenção o financiamento do processo de privatização, que, pelo menos diretamente, não significa investimento, apenas reestruturação patrimonial.

O objetivo deste capítulo é analisar a atuação do BNDES ao longo da década de 1990, em um contexto de adequação do Banco às transformações na economia brasileira e de desvio de suas atribuições históricas. O capítulo é composto por duas grandes seções. A primeira é dedicada ao relato de algumas das principais transformações sofridas pela economia brasileira ao longo do período analisado. Primeiramente, serão expostas as reformas realizadas no

⁶³ A pequena margem para política industrial é ilustrada pela frase, atribuída ao ex-Ministro da Fazenda Pedro Malan, de que “a melhor política industrial é não ter política industrial” (IEDI, 2004).

âmbito da nova estratégia de desenvolvimento – o processo de privatização das empresas públicas, de abertura comercial e de liberalização financeira – e em seguida, um breve descrição do Plano Real, a partir do qual essas reformas são aprofundadas.

Na segunda parte do capítulo, será feita a descrição e análise da reação do BNDES às reformas relatadas na primeira seção. Argumenta-se que a atuação do Banco, principalmente a partir de meados da década, se assemelha mais à atuação típica de um banco de investimento do que de um banco de desenvolvimento. Tal comportamento deve ser analisado levando em consideração que, a despeito dos esforços do governo no sentido de impulsionar o mercado de capitais, o BNDES continuou sendo a única fonte consistente de *funding* da economia, e que, diante disso, a aproximação do Banco da conduta de um banco de investimento compromete a eficiência do SFB.

Em suma, qual o papel de um grande banco público de desenvolvimento dentro do novo modelo de desenvolvimento adotado pelo país? Mais ainda, qual o papel do principal (ou único) agente financeiro provedor de *funding* do Brasil em um contexto de mudança do modelo de financiamento no país, que por um lado pretendia fazer do setor financeiro privado a fonte de *funding* para as empresas, mas que por outro lado, não avançou suficientemente nesse objetivo?

4.2 Um novo modelo de desenvolvimento para o Brasil

O início dos anos 90 é, em diversos aspectos, um marco da história recente do país. No campo político, observa-se em 1990 a posse do primeiro Presidente da República eleito por voto direto em quase 30 anos. No âmbito econômico, o governo do presidente Collor, consolida a inflexão rumo a um novo modelo de desenvolvimento, marcada por políticas de liberalização que redefiniram o papel do Estado.

Em 1994, um bem sucedido plano de estabilização, o Plano Real, pôs fim a um longo período de altas taxas de inflação⁶⁴. Seguindo a implementação do Plano, o governo do presidente Fernando Henrique Cardoso, iniciado em 1995, aprofundou diversas das reformas iniciadas no governo anterior, com destaque para a aceleração do processo de abertura comercial, ampliação do PND, que passa a incluir empresas prestadoras de serviços de utilidade pública, como energia e telecomunicações, e a intensificação da abertura financeira.

Nessa seção, essas reformas, além do Plano Real, serão exploradas visando ilustrar as transformações que marcaram a adesão do País ao novo modelo de desenvolvimento.

4.2.1 Programa Nacional de Desestatização

Desde o início da industrialização brasileira até os anos 70, diversas empresas estatais foram criadas para apoiar este processo, atuando em setores onde a iniciativa privada não desejava atuar, ou onde questões de financiamento, tecnologia e escala dificultavam a atuação do setor privado. Nos anos 70, especialmente, o rápido crescimento econômico foi acompanhado pela criação de subsidiárias de empresas estatais e incorporação de empresas privadas insolventes, resultando em uma expansão desordenada das empresas estatais.

No entanto, estimulados pela crise do Estado desenvolvimentista, pelo fortalecimento de teorias liberais e pelas privatizações realizadas em diversos países desenvolvidos (PD), o Brasil inicia, ainda nos anos 80, seus programas de privatização.

O processo de privatização de empresas estatais no Brasil pode ser dividido em três fases. A primeira, durante os anos 80, teve pouco destaque frente aos problemas econômicos enfrentados no período, mas constituiu um importante aprendizado para o governo e contribuiu para a difusão da idéia de privatização de empresas estatais junto à opinião pública (ALÉM,

⁶⁴ A inflação, que chegou a atingir 2708% em 1993, e foi de 763% no primeiro semestre de 1994, no segundo semestre, com o lançamento do Real, se reduziu a 17% no semestre.

1998, p.19). Esta fase caracterizou-se pela "reprivatização" de empresas que haviam sido absorvidas pelo Estado, na maioria dos casos, em função de dificuldades financeiras. O principal objetivo, nessa fase, era evitar que o governo ampliasse ainda mais sua presença no setor produtivo, e não o de gerar receitas para o Tesouro.

Em 1990 inicia-se a segunda fase do processo de privatizações, que vai até 1995. Nessa fase, intensificam-se as vendas de empresas estatais, sobretudo industriais. O processo de privatização ganha força nessa época fundamentado nos seguintes argumentos:

- a) empresas estatais sofriam com a ambiguidade de seus objetivos (maximização do lucro e atender objetivos políticos e sociais), o que, entre outros motivos, levariam a uma alegada ineficiência produtiva. Assim, a transferência dessas empresas para o setor privado permitiria, estimulada pela competição, a melhoria dos serviços prestados e ao aumento da eficiência dessas empresas.
- b) a privatização aumentaria o investimento nas empresas estatais. Em decorrência da crise financeira do Estado, os investimentos nas empresas estatais haviam sido reduzidos, e o setor privado, em melhor situação financeira, teria mais condições de realizar investimentos nessas empresas. Além disso, a privatização eliminaria uma série de barreiras institucionais ao autofinanciamento. Os lucros das estatais eram com freqüência recolhidos pelo Tesouro Nacional para financiar o déficit público. A partir da privatização, esses recursos poderiam ser empregados no financiamento de investimentos. Por fim, os investimentos passariam a ser realizados sob critérios estritamente econômicos.
- c) as privatizações liberariam o Estado para se ocupar de suas funções tradicionais, como saúde, educação e segurança. Os investimentos nesses setores encontravam-se em níveis insuficientes para o atendimento das demandas da população.
- d) a receita proporcionada pelas privatizações melhoraria a situação das contas públicas, evitando a necessidade de emissão monetária ou aumento da dívida pública e, portanto, reduzindo a fragilidade financeira do Estado. Cabe lembrar que a redução do déficit público era por muitos considerada condição essencial para a estabilização dos preços.

Assim, por meio da Lei 8031 de 1990, o governo Collor lança o Programa Nacional de Desestatização (PND), que constituía uma das prioridades do governo, uma vez que era visto como essencial para a estabilização da economia. Em conformidade com os argumentos mencionados acima, o texto da Lei apontava como objetivo do PND:

I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público;

II - contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e da redução da dívida pública líquida;

III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;

IV - contribuir para a reestruturação econômica do setor privado, especialmente para a modernização da infra-estrutura e do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia, inclusive através da concessão de crédito;

V - permitir que a Administração Pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais;

VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa.”

Ainda segundo a Lei 8031/90, a operacionalização do PND se daria principalmente por meio de dois agentes criados para este propósito: a Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização (substituída em 1995 pelo Conselho Nacional de Desestatização – CND), com a função de definir o modelo de privatização, as condições e critérios de venda e as linhas gerais de regulamentação, entre outros; e o Órgão Gestor do Fundo Nacional de Desestatização⁶⁵ (FND).

O Decreto Nº 99.464 de agosto de 1990, que regulamentou a Lei 8031/90, designou o BNDES como Órgão Gestor do FND. Nesta função, era atribuição do BNDES organizar e

⁶⁵ O Fundo Nacional de Desestatização, criado pela Lei 8031/90, é um fundo constituído pelas “ações ou cotas de propriedade direta ou indireta da União, emitidas por sociedades que tenham sido incluídas no Programa Nacional de Desestatização.” (Lei nº 8031 de 12 de abril de 1990).

administrar a execução das privatizações. Isso incluía divulgar os processos, contratar auditorias, consultorias e outros serviços necessários; fornecer informações ao CND e administrar o Fundo Nacional de Desestatização. Em 1997, a Lei 9491/97 passou a destinar 0,2% do valor líquido apurado para o BNDES para a cobertura dos custos operacionais do processo de desestatização. Essa mesma lei, com o intuito de ampliar e democratizar o Programa, eliminou a discriminação contra investidores estrangeiros, permitindo sua participação em até 100% do capital votante das empresas a serem alienadas.

Entre 1990 e 1995, o governo priorizou a venda de empresas estatais de setores industriais, como siderurgia, petroquímica e fertilizantes. Em 1995, contudo, teve início a terceira fase do processo de privatização. Essa fase se destacou pela radicalização do processo de desestatização, cuja ênfase se voltou para o setor de serviços de utilidade pública, como energia e telecomunicações.

Até 1995, a participação do capital estrangeiro no PND havia sido de 35,1%. No entanto, o aumento do grau de abertura financeira a partir de meados da década e a forte aceleração do processo de privatizações em 1997, além, é claro, da eliminação de restrições à participação do capital estrangeiro nas empresas privatizadas, contribuíram para o aumento da participação deste nas compras das empresas estatais, o que teve importante papel para a sustentação do Plano Real.

“As grandes privatizações ocorridas entre 1997 e 1998 atraíram vastos fluxos de investimento externo direto para o Brasil, o que ajudou a financiar o elevado déficit em conta corrente do país. No período 1997/2000, o índice de entradas de investimento externo direto associado às privatizações sobre o déficit em conta corrente atingiu quase 25% em média”. (PINHEIRO, GIAMBIAGI & MOREIRA, 2001, p.12).

Entre o início do PND e 2000, o Brasil privatizou 130 empresas estatais, com ganhos para o Estado da ordem de US\$ 100 bilhões, sendo US\$ 82,1 bilhões na forma de receita das vendas e mais US\$ 18,1 bilhões na forma de transferência de dívida para o setor privado (ver

Tabela 17 abaixo). Segundo Pinheiro, Giambiagi & Moreira (2001, p.30-31), esses números fazem do processo de privatização brasileiro um dos maiores do mundo – “até 1997, as privatizações em todos os países da OCDE totalizavam US\$ 153,5 bilhões”. O autor chama atenção ainda para a velocidade deste processo, que se acelerou na segunda metade da década, chegando a US\$ 55 bilhões em receitas de venda e transferência de dívida apenas entre 1997 e 1998.

Tabela 17 – Privatização: Resultados e Dívida Transferida – 1991/2000

(em US\$ milhões)											
Setor	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
Governo Federal	1.988	3.383	4.188	2.314	1.628	4.749	12.558	26.606	554	7.670	65.638
Aço	1.843	1.639	3.788	917							8.187
Petroquímica		1.477	174	528	1.226	296					3.701
Fertilizantes		255	226	13							494
Cia. Vale do Rio I							6.858				6.858
Energia Elétrica					402	2.943	270	1.882	1		5.498
Telecomunicações							4.734	23.948	421		29.103
Empresas								21.069	293		21.362
Concessões							4.734	2.879	128		7.741
Bancos							240			3.604	3.844
Outros	145	12		856		1.510	456	776	132	4.066	7.953
Estados	0	0	0	0	0	1.770	15.117	10.860	3.887	3.040	34.674
Energia Elétrica						1.066	13.430	7.819	2.520	1.582	26.417
Telecomunicações						679		1.840			2.519
Bancos							474	647	148	869	2.138
Outros						25	1.213	554	1.219	589	3.600
Total	1.988	3.383	4.188	2.314	1.628	6.519	27.675	37.464	4.441	10.710	100.310
Resultados	1.614	2.401	2.627	1.965	1.004	5.485	22.617	30.897	3.203	10.421	82.234
Dívida Transferid.	374	982	1.561	349	624	1.034	5.058	6.567	1.238	289	18.076

Fonte: BNDES apud PINHEIRO, (2001, p.12).

4.2.2 Liberalização Comercial

A decadência do modelo de ISI trouxe à tona o debate sobre a política industrial brasileira. A perda de dinamismo de diversas economias, particularmente as latino-americanas, era vista por muitos como resultado lógico de décadas de desenvolvimento sob o modelo de ISI. A falta de concorrência decorrente de longos períodos de proteção tarifária, excessiva regulamentação e presença estatal seria responsável pela crescente incapacidade dessas

economias em manter o ritmo de incorporação do progresso técnico e aumento da produtividade, levando-as a uma ineficiência produtiva que não deveria mais ser sustentada.

Fazia-se necessária, portanto, a reorientação da política industrial no sentido da ampliação da concorrência como estímulo à incorporação de novas tecnologias. Segundo os críticos do modelo anterior, isso levaria o país a um ciclo virtuoso de aumento de produtividade e, conseqüentemente, dos salários reais (CARNEIRO, 2002, p.310).

Assim, em maio de 1988 inicia-se uma reforma tarifária que, apesar de relativamente tímida, inaugura a mudança de orientação de política comercial no Brasil. Além de reduzir as tarifas, a reforma pretendia construir uma estrutura tarifária mais homogênea e neutra. Na continuidade da reforma, em 1989, uma nova rodada de redução das alíquotas leva a tarifa média a 35,5%.

Tabela 18 – Tarifa Nominal de Importação Brasileira – 1985 a 1990

	(em %)					
Ano	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Média	51,3	51,3	51	41	35,5	32,2
Moda	30	30	30	40	40	40
Desv. Pad.	26	26	26,3	17,6	20,8	19,6

Fonte: MICT - Secex apud Azevedo & Portugal, 1997, p.4.

O governo Collor, iniciado em 1990, foi eleito apoiado, entre outras, na promessa de aprofundar as reformas, rompendo definitivamente com o modelo vigente até os anos 1980. O início do governo Collor foi o marco da guinada do desenvolvimento no sentido da estratégia liberal. Acreditava-se que a abertura comercial, ao mesmo tempo que traria maior concorrência aos mercados locais, abriria espaço em novos mercados por meio do aumento de competitividade e da inserção da atividade local em estratégias de *global sourcing*. Sob esta concepção, a nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE) foi concebida como uma “pinça”, com uma perna estimulando a competição e outra a competitividade. No âmbito interno, a ênfase da PICE se resumiu à política de privatizações materializadas no Programa Nacional

de Desestatização (PND), enquanto no âmbito externo, a uma ampla política de abertura comercial e de comércio exterior (CASTRO, 2005b, p.146).

A oferta de produtos importados e o fim dos monopólios do Estado aumentariam o nível de competição no ambiente econômico. Por outro lado, o acesso a insumos e bens de capital mais modernos e baratos, além do aumento dos investimentos em P&D, aumentariam a competitividade, essencial para a expansão das exportações e o equilíbrio da balança comercial.

No entanto, a instabilidade econômica e política do período minaram a capacidade do Estado de estimular a competitividade da produção nacional, resultando em um peso maior sobre a questão da competição do que da competitividade.

O governo implementou um plano de gradual redução de barreiras tarifárias e não-tarifárias, com a imediata remoção de significativos instrumentos de proteção. Por exemplo, o documento que listava 1300 produtos de importação proibida (chamado Anexo C) foi extinto e os regimes especiais de importação foram reduzidos à Zona Franca de Manaus, o setor de tecnologia de informação e ao *drawback*.

Em relação à estrutura tarifária, era planejada uma redução gradual entre 1990 e 1994, de forma a alcançar, ao fim do período, uma alíquota média de 14% e modal de 20%, variando dentro de uma faixa de 0% a 40%, com desvio padrão não superior a 8%.

Tabela 19 – Tarifa Nominal de Importação Brasileira – 1991 a 1995

Ano	(em %)				
	1991	1992	1993	1994	1995
Média	25,3	20,8	16,5	14	12,6
Moda	20	20	20	20	20
Desv. Pad.	17,4	14,2	10,7	8,3	9

Fonte: MICT - Secex apud Azevedo & Portugal, 1997, p.2.

Cabe ressaltar ainda a desconstrução de mecanismos de apoio à exportação durante o governo Collor, como é o caso da Cacex – Carteira de Comércio Exterior e do Finex (Fundo de

Financiamento à Exportação). Havia a intenção de se criar, em substituição à Cacex, um banco de comércio exterior predominantemente privado para atuar como um EXIMBANK no financiamento da exportação e importação, idéia que não chegou a se efetivar.

Aos poucos, no entanto, as linhas de crédito para a exportação retornaram de forma gradual e seletiva por meio do BNDES e do Programa de Financiamento às Exportações (Proex) (VEIGA & IGLESIAS, 2002, p.68-69). O crescente déficit na balança comercial e a necessidade de se dispor de uma instituição atuando como um *eximbank* para a competitividade das exportações brasileiras fez com que o apoio à exportação rapidamente ganhasse importância dentro do BNDES. A atuação do Banco no setor será exposta com detalhes em seção posterior.

A partir de 1994, se acelerou o ritmo de abertura comercial com a valorização do câmbio estabelecida pelo Plano Real (que será melhor explorado na seção 4.2.4). Embora não constasse no planejamento inicial da abertura comercial, o câmbio fixo valorizado foi um importante componente para a transformação da estrutura produtiva nacional e da inserção externa⁶⁶.

A relevância de se estabelecer um rigoroso plano de abertura residia na necessidade de se acelerar a modernização da indústria, visto pelas autoridades econômicas como pré-condição para a estabilização de preços baseada em âncora cambial.

Como resultado da política de abertura comercial, o coeficiente de importação na indústria sobe de 4,3 para 20,3 de 1989 a 1998. No setor de bens de capital, as importações passaram de 20% da produção doméstica em 1990 para 100% em 1998. Nas indústrias de bens duráveis, material de transporte e intermediários elaborados, a especialização também foi expressiva, mas menor que na de bens de capital. Ela foi pouco expressiva nos setores de bens

⁶⁶ Em 01/07/1994, quando o Real foi lançado, US\$ 1 equivalia a R\$ 1. No dia 30 de dezembro do mesmo ano, US\$ 1 comprava apenas R\$ 0,846 e em 20 de dezembro de 1995, R\$ 0,9725 (valor de venda do dólar comercial).

de consumo e intermediários não elaborados, como se pode observar na Tabela 20 abaixo. Com isso, o crescimento da economia nacional passa a depender mais das importações e, logo, da qualidade da inserção externa. (CARNEIRO, 2002, p.316).

Tabela 20 – Coeficiente de Penetração: Importação/Produção, 1989 a 1998

	(em %)									
Categoria	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bens de Consumo Não-Duráveis	2,5	2,8	3,8	3,1	3,4	4,2	7	6,7	7,7	7,9
Bens de Consumo Duráveis	7,4	8,9	12,3	10,1	11,2	12,2	17,5	19,5	26,6	29,3
Bens Intermediários Elaborados	4,9	6,1	8	8,1	9,6	11,8	16,9	18	20,4	21,9
Bens Intermediários	2,1	2,7	4,6	5,3	8,6	7,1	10	11,5	12,5	10,5
Bens de Capital	11,9	19,8	33,3	26,8	27,2	33,2	54	71,5	94	100,3
Bens de Capital, Equip. de Transporte	1,9	3	5,6	5,9	8,4	11,4	15,8	13,2	17	23,2
Total da Indústria	4,3	5,7	7,8	7,4	8,9	10,4	15,5	16,3	19,4	20,3

Fonte: Moreira (1999, p.308).

As exportações também se expandiram, porém, em ritmo mais lento que as importações. O coeficiente de abertura da indústria (exportações sobre produção) é um indicador capaz de ilustrar o quanto a indústria nacional se beneficiou da abertura econômica. No Brasil, ele passa de 8,8% em 1989 para 14,8% em 1998 (ver Tabela 21 abaixo). Dessa forma, para a produção nacional, o declínio da participação no mercado interno (como apresentado na Tabela 20) não foi acompanhado por equivalente aumento da participação no mercado externo.

Tabela 21 – Coeficiente de Abertura: Exportação/Produção, 1989 a 1998

(em %)

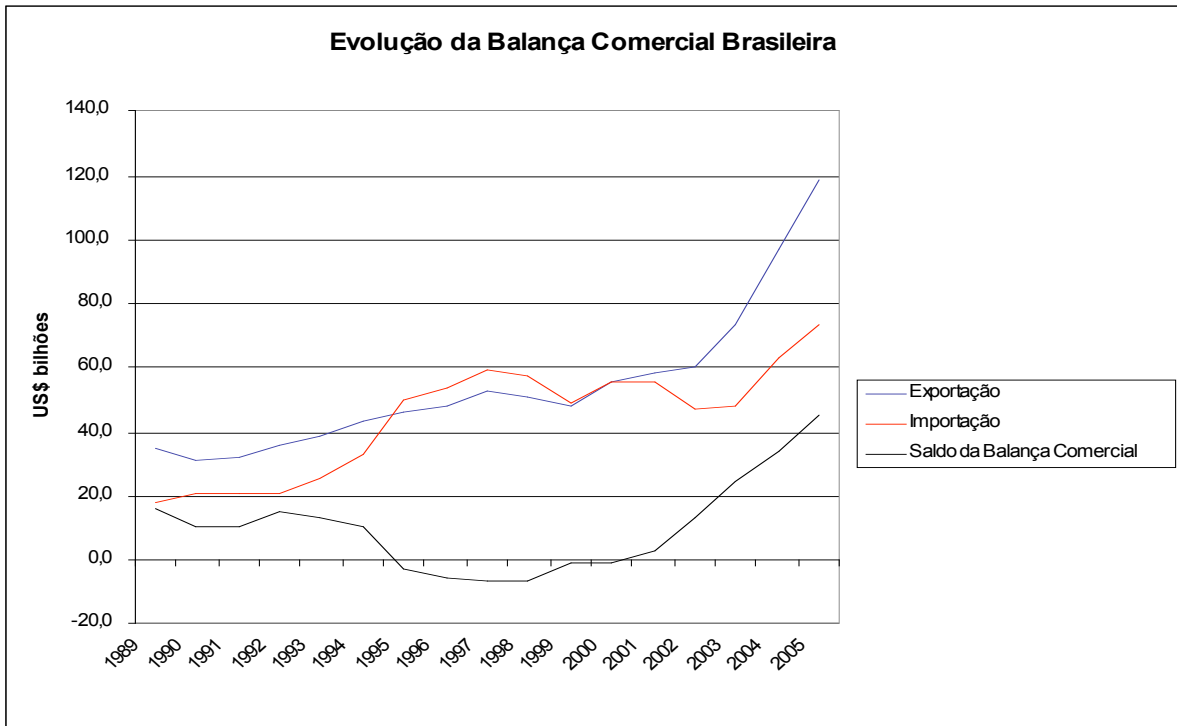
Categoria	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bens de Consumo Não-Duráveis	6,9	7,9	9,1	10,4	10,2	9,2	10,3	10,4	10,2	10,7
Bens de Consumo Duráveis	12,6	12,7	16,6	17,7	14,8	13,2	12,4	14,3	19,8	32,7
Bens Intermediários Elaborados	10,1	10,9	14,9	15,9	14,7	15,1	16,8	16,9	16,6	16,5
Bens Intermediários	7	7,6	8,5	10	10,6	11,8	12,5	10,6	10,4	10,1
Bens de Capital	7,7	7,9	14,7	13,6	13,1	14,5	15,3	18,9	22,6	24,2
Bens de Capital, Equip. De Transporte	10,5	10,8	8,5	17,1	14,4	12,5	9,6	11,1	14,3	20,4
Total da Indústria	8,8	9,4	12,3	13,3	12,5	12,2	12,7	13	13,7	14,8

Fonte: Moreira (1999, p.309).

O resultado nas contas externas dessa situação se traduziu no forte crescimento das importações, principalmente a partir de 1994. Entre 1990 e 2000, as importações (FOB⁶⁷) cresceram, em média, 11,94% a.a., sendo que entre 1993 e 1996, o crescimento médio foi de 27,87% a.a. Já o crescimento das exportações foi, em média, de apenas 4,67% a.a. entre 1990 e 2000, e 7,53% a.a. entre 1993 e 1996 (SECEX/MDIC, 2006).

Como reflexo do forte aumento das importações, houve uma significativa deterioração do resultado comercial, que passou de um superávit de US\$ 15,2 bilhões em 1992 para um déficit de US\$ 6,8 bilhões em 1997. O gráfico 3 ilustra a evolução da balança comercial.

⁶⁷ *Free On Board.*

Gráfico 3 – Evolução da Balança Comercial Brasileira

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados da Secretaria de Comércio Exterior (Secex) do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC).

Por fim, a abertura comercial gerou uma importante reestruturação produtiva na indústria nacional. A abrupta exposição à competição com produtos importados levou diversas empresas à reestruturação e outras à falência. Se por um lado, a indústria nacional foi obrigada a aumentar sua produtividade para sobreviver, por outro lado, a degeneração do saldo na balança comercial se mostrou uma grave fonte de fragilidade externa que posteriormente, com a crise de confiança em 1998, se materializou em crise de liquidez externa.

4.2.3 Liberalização Financeira

Nas décadas de 1980 e 1990, o mundo observou dramáticas transformações nos sistemas financeiros de diversos países, como já mencionado no capítulo 2. A partir dos movimentos de desregulamentação bancária e abertura financeira, grandes conglomerados financeiros na forma de bancos universais passam a dominar mercados domésticos e

investimentos de portfólio substituem os empréstimos sindicalizados na predominância dos fluxos internacionais (PRATES, 1999, p.18) aumentando a volatilidade externa.

Nos países desenvolvidos (PD), as reformas de liberalização financeira decorreram principalmente de pressões de mercado. Nos países em desenvolvimento (PED), por sua vez, essas reformas têm uma origem diferente. A partir dos anos 70, foi observado o fortalecimento de ideários econômicos de orientação ortodoxa que propunham amplos processos de liberalização como estratégia de desenvolvimento. Não apenas esses modelos econômicos ganhavam força dentro da academia, como nos anos 1980 a forte crise financeira pela qual passaram diversos países que haviam adotado a estratégia de ISI, sobretudo na América Latina, aumentava a pressão pela implementação das políticas que esses modelos econômicos propunham.

Ainda que de forma tardia, e mais como resposta a pressões e oportunidades de mercado do que como política de desenvolvimento do sistema financeiro, o Brasil segue a tendência internacional e, a partir de 1987, a política financeira volta à pauta da política econômica. Como veremos, tal movimento possui um forte viés liberalizante que se estende até pelo menos o fim da década de 90, impondo severas transformações no SFB e no padrão de financiamento da economia⁶⁸.

Hermann (2002a, p.265) aponta a existência de duas fases distintas no processo de liberalização financeira no Brasil. A primeira, de 1987 a 1993, é marcada pelo ambiente de forte instabilidade e alta inflação, enquanto segunda fase, de 1994 a 1998, observa-se o aprofundamento do modelo de liberalização, com uma maior abertura financeira combinada com um bem sucedido plano de estabilização.

⁶⁸ Hermann (2002a, cap.8) chama a atenção para o fato de que o processo de liberalização financeira no Brasil seguiu uma ordem inversa ao recomendado pela “moderna teoria” de liberalização financeira, iniciando o processo de liberalização antes do controle dos preços e da realização de ajuste fiscal.

4.2.3.1 Primeira Fase do Processo de Liberalização Financeira, 1987-1993

No âmbito do sistema bancário, a Resolução 1524/88 do Banco Central instaura uma reforma bancária que, entre outras medidas, torna oficial algo que já existia na prática, isto é, a existência de bancos múltiplos no Brasil⁶⁹. O banco múltiplo é um tipo de instituição financeira que opera em até quatro segmentos diferentes, sendo pelo menos um o segmento em que operam bancos comerciais ou de investimento (HERMANN, 2002a, p.266).

Assim, a segmentação do mercado financeiro institucionalizada pelas reformas financeiras de 1964/67 é extinta e o sistema bancário nacional observa uma drástica redução do número de bancos comerciais, de investimento e financeiras, dos quais a maioria se transforma em banco múltiplo. Essas instituições, verdadeiros conglomerados financeiros, dominaram o sistema financeiro brasileiro nos anos 90 sem, no entanto, alterar o padrão de *funding* da economia, uma vez que mantiveram um forte viés de curto prazo (STUDART, 2000, p.30).

A abertura aos fluxos externos de capital, por sua vez, objetivava aproveitar a melhora da liquidez internacional verificada a partir de meados dos anos 1980. Com o fim da recessão nos países desenvolvidos (PD) e com a queda da rentabilidade proporcionada pelas altas taxas de juros praticadas no início da década de 1980, os capitais internacionais melhoram sua receptividade ao risco e passam a buscar oportunidades de lucro em países em desenvolvimento (PED).

Assim, na tentativa de aproveitar a liquidez externa e melhorar seu saldo no balanço de pagamentos, o Brasil gradativamente aumenta seu grau de abertura financeira⁷⁰. Ou seja, a

⁶⁹ A formação de bancos múltiplos já existia na prática porque as instituições de grande porte já constituía, antes da Resolução 1524, conglomerados financeiros com subsidiárias atuando simultaneamente em diferentes segmentos.

⁷⁰ Segundo Prates (1999, p.18), “o grau de abertura financeira de uma economia depende da facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso a não-residentes ao mercado financeiro doméstico.”

abertura financeira de 1987-93, mais que uma política de desenvolvimento de longo prazo, constituiu uma política de ajuste externo (HERMANN, 2002a, p.325).

Algumas das principais medidas do Bacen na abertura financeira são: a) Resolução 1289/87, que permitiu indivíduos não-residentes investir no mercado de capitais brasileiro; b) Criação, em 1991, do Anexo IV à Resolução 1289/87, permitindo e estimulando por meio de isenções fiscais os investidores institucionais a operar no mercado de capitais doméstico; c) Criação, em 1992, o Anexo V à Resolução 1289/87, regulamentando a emissão de ações de empresas nacionais no mercado internacional, por meio de *American Depositary Receipts* (ADR) ou *International Depositary Receipts* (IDR).

Os resultados dessas medidas só foram plenamente sentidos a partir de 1992, quando o fluxo de capitais para o país aumenta significativamente, revertendo o déficit em conta corrente que persistia desde 1983. Dada a má qualidade dos fundamentos econômicos nacionais (inflação e déficit público, sem mencionar o agravamento do quadro político com o impeachment do Presidente Fernando Collor), esses fluxos devem ser atribuídos a fatores externos, mais do que aos internos⁷¹. O saldo positivo no Balanço de Pagamentos gerados permitiram o acúmulo de reservas necessário à âncora cambial que fundamentou o Plano Real. Além disso, como os fluxos eram em sua maioria investimento de portfólio, possibilitaram uma expansão do mercado secundário que abriria caminho para a expansão de emissões primárias a partir de 1994 com a estabilização dos preços e a retomada dos investimentos.

É importante lembrar, contudo, que apesar do processo de liberalização ter conseguido melhorar a situação das contas externas por meio da atração de capitais, a elevada inflação, o desequilíbrio fiscal e a forte incerteza que marcou o período impediram que isso resultasse em aumento do crédito ao setor privado e consequente expansão do PIB, como em outros PED's e

⁷¹ Em relação aos fatores externos, Hermann (2002a, p.325) menciona, além da ampla liquidez internacional, a assinatura de um novo acordo com os credores da dívida externa, “nos moldes do Plano Brady”, redefinido as condições de pagamento dos juros e principal da dívida.

PD's. Isto é, a oficialização dos bancos universais e o incentivo ao mercado de capitais proporcionado pela abertura não foram capazes de levar estas instituições a fornecer financiamento de longo prazo.

4.2.3.2 Segunda Fase do Processo de Liberalização Financeira, 1994-1998

A segunda fase do processo de liberalização financeira no Brasil é marcada pelo sucesso do Plano Real em controlar a inflação, aumento do grau de abertura financeira e aumento da regulação prudencial.

Nessa fase, observa-se uma maior preocupação com os fundamentos econômicos em sintonia com o receituário ortodoxo. Apesar da persistência do déficit fiscal e da significativa piora do déficit em conta corrente, eles são compensados pelos esforços, em termos de juros – e, logo, de crescimento – , despendidos no combate à inflação.

Entre 1994 e 1998, ampliou-se o grau de abertura financeira até a virtual conversibilidade em conta corrente e de capital⁷², permitindo a aceleração da entrada de capitais que se iniciara em 1992. Para tanto, as principais medidas criadas foram: a) Circular 2677/96, que liberalizou a abertura e movimentações das contas de não-residentes no país, facilitando a movimentação de capitais de curto prazo, e; b) Circular 2485/94, que criou o Fundo de Investimento no Exterior (FIE).

Inicialmente, a entrada de capitais proporcionada por tais medidas se concentraram em mercados secundários, não refletindo, portanto, em oferta de *funding* para as empresas. No entanto, a dinamização do mercado secundário, com o aumento da liquidez e do valor de ações e títulos em um primeiro momento, deveria gerar, em um segundo momento, o estímulo à

⁷² Não havia nenhuma regra interna ou externa a qual o Brasil fosse signatário que impedisse o controle sobre as transações na conta corrente, mas o Bacen não exercia esse direito, criando, na prática, uma conversibilidade da conta corrente (HERMANN, 2002a, p.326).

emissão primária, que efetivamente pode financiar novos investimentos e justificando os incentivos à entrada de capitais no mercado secundário.

De fato, entre 1992 e 1997, a participação do capital estrangeiro no mercado de capitais brasileiro aumenta significativamente, o que se refletiu na valorização de 464% das ações das empresas listadas na bolsa ao longo do período (ver Tabela 22). Contudo, a partir de 1998, o número de empresas listadas entra em uma trajetória declinante que perdurou até 2005. A capitalização relativa, que indica a soma do valor das empresas listadas em bolsa sobre o PIB, cresce de menos de 8% em 1991 para quase 35% em 1994, e atinge quase 44% em 1999. No entanto, esses números ainda são pequenos em comparação com outros países, mesmo alguns PED's⁷³.

Tabela 22 – Indicadores do Mercado de Capitais

	Nº de Cias Listadas	Valor de Mercado (US\$ milhões)	Capitalização Relativa (% do PIB)	Emissão Primária (em US\$ milhões)		
				Ações	Debêntures	Total
dez/91	865	32.152	7,89	33108,065	1.034,52	34.142,59
dez/92	856	45.416	11,63	1068,0296	390,02	1.458,05
dez/93	829	96.779	22,08	1005,2024	2.181,02	3.186,22
dez/94	835	189.303	34,64	1972,0734	2.790,77	4.762,84
dez/95	870	147.636	20,97	2.111,10	7.483,00	9.594,10
dez/96	920	216.906	27,97	9.168,27 ¹	8.306,59	17.474,86
dez/97	966	255.478	31,63	3.655,44	6.992,70	10.648,14
dez/98	900	160.886	20,43	3.494,52	8.352,28	11.846,80
dez/99	883	227.962	43,79	1.467,83	3.598,12	5.065,95
dez/00	852	226.152	38,18	769,92	4.751,66	5.521,58
dez/01	831	186.238	36,95	625,24	6.583,95	7.209,19
dez/02	793	126.761	28,25	370,12	4.697,05	5.067,17
dez/03	718	nd	nd	73,76	1.755,57	1.829,32
dez/04	652	nd	nd	1.552,03	4.414,59	5.966,62
dez/05	621	nd	nd	1.860,86	17.106,65	18.967,51

Nd = não disponível.

¹ Em 1996, o volume de emissões primárias sofre uma distorção em decorrência da forte emissão do Banco do Brasil, com capitalização da ordem de US\$ 8 bilhões (PRATES, 1999, p.52).

Fonte: Nº Cias Listadas e dados de emissão primária: Informativo CVM; Valor de Mercado e Capitalização Relativa: Comparativo Internacional CVM.

⁷³ No Chile, a capitalização relativa nos mesmos anos era de 73,10%, 121,20% e 93,47% respectivamente; na Coreia do Sul, 32,67%, 37,19% e 75,39%. Nos EUA, esse indicador media mais de 180% em 1999 (CVM, 2006).

Muito embora a liquidez e o valor patrimonial das empresas listadas tenha aumentado significativamente, dinamizando o mercado secundário, tal movimento se concentrou, principalmente no caso de investimentos de portfólio estrangeiros, nas ações de primeira linha e das empresas estatais em processo de privatização (ver Tabela 23), as quais apresentavam ótimos potenciais de valorização. Dessa forma, a expansão de emissões primárias também foi concentrada em grandes empresas, cujos papéis já possuíam um maior grau de liquidez.

Tabela 23 – Participação das empresas mais negociadas no total de negócios no mercado à vista da Bovespa, 1991-1997

	A empresa mais negociada	As cinco empresas mais negociadas	As dez empresas mais negociadas
1991	41,2%	75,1%	81,5%
1992	54,8%	74,4%	81,9%
1993	50,2%	71,3%	80,5%
1994	40,1%	69,1%	77,6%
1995	49,8%	71,2%	80,9%
1996	61,2%	75,8%	84,7%
1997	55,9%	72,9%	81,8%

Fonte: PRATES (1999).

Logo, a dinamização do mercado de capitais não gerou liquidez suficiente aos papéis do setor privado de forma a estimular sua emissão primária, o que pode ser observado pelo pequeno aumento de 12% no número de empresas listadas entre 1992 e 1997. (PRATES, 1999, p.44-46; CARNEIRO, 2002, p.285).

Como explica Prates (1999, p.54), este quadro resultou, na verdade, em desestímulo à emissão primária de títulos por parte de empresas privadas.

“A abertura financeira não resultou [...] num aumento do valor de mercado e da liquidez das ações das empresas privadas, o que desestimulou a demanda dos investidores e a realização de novas colocações das empresas. Criou-se assim, um círculo vicioso, pois o pequeno volume de emissões primárias implicou redução da participação relativa das ações dessas empresas no mercado secundário, o que contribuiu para a concentração das negociações em papéis mais líquidos”.

Ou seja, a abertura financeira não logrou constituir um padrão de financiamento de longo prazo para a economia alternativo ao modelo baseado em banco de desenvolvimento. Em relação aos impactos da liberalização financeira sobre as instituições financeiras de desenvolvimento (IFD) em geral, Além (1997, p.8) atesta:

A questão que se coloca é se o aumento da liquidez internacional resultante do movimento de liberalização financeira em âmbito internacional gera, por si só, uma expansão dos financiamentos de médio e longo prazos, o que tornaria dispensável a existência das IFDs. De fato, a diversificação de produtos, a ampliação das alternativas de captação, a disseminação de instrumentos de gestão de riscos e a globalização, características do sistema financeiro internacional na década de 90, não têm se refletido em um maior comprometimento do capital financeiro privado com o financiamento de projetos de longo prazo.

Em relação ao sistema bancário, merece destaque o movimento de re-regulamentação. No Brasil, assim como em outros países que adotaram políticas financeiras liberalizantes, após uma primeira etapa de desregulamentação bancária e eliminação do controle dos fluxos de capitais, há um movimento contrário de re-regulamentação, visando um controle prudencial sobre o setor bancário. Tal movimento foi resposta a crises bancárias ocorridas em diversos países poucos anos após a liberalização financeira. No Brasil, no entanto, as dificuldades sofridas pelo setor bancário em meados dos anos 90, não chegaram a configurar crise bancária (HERMANN, 2002a).

A estabilização reduziu dramaticamente os ganhos dos bancos no Brasil, acostumados a lucrar com a inflação por meio de operações de *floating*⁷⁴. Diversos bancos de pequeno porte foram fechados, enquanto os maiores buscaram novas fontes de lucro ampliando o crédito à pessoa física – a expressiva ampliação da participação do crédito à pessoa física no total das operações de crédito no Brasil pode ser observado na Tabela abaixo. A expansão do crédito, juntamente com o aumento da renda real proporcionado pelo fim da inflação, resultou no forte

⁷⁴ Segundo estimativas do IBGE/Andima, a participação da receita inflacionária no produto agregado dos bancos passou de 35,3% em 1993 para 0,6% em 1995 (em HERMANN, 2002a, p.287).

aumento da demanda por bens de consumo observado logo após a implementação do Plano Real.

Tabela 24 – Indicadores do Mercado de Crédito do Brasil, 1989 – 2005

	Operações de Crédito do SFB	Crédito à Pessoa Física	Crédito ao Setor Industrial	Crédito ao Setor Habitacional	Crédito ao Setor Rural	Crédito ao Setor Comercial	Crédito a Outros Serviços	Crédito ao Setor Público
	em % do PIB	em % do Crédito Total						
1989	29,1	3,0	17,4	31,5	8,3	4,7	7,5	27,6
1990	22,5	2,4	18,6	30,4	7,7	4,9	7,5	28,5
1991	24,7	2,6	20,7	25,0	9,0	6,2	8,4	28,1
1992	26,4	2,7	22,7	24,3	10,2	6,6	9,3	24,3
1993	28,3	3,7	22,4	23,4	9,2	7,8	11,0	22,4
1994	32,7	5,9	23,8	21,2	9,0	9,9	11,9	18,3
1995	36,1	7,6	23,3	20,3	9,4	12,6	11,9	14,9
1996	33,0	7,6	23,3	19,5	8,5	12,6	11,8	16,7
1997	31,7	11,3	23,0	18,1	7,6	10,5	11,1	18,2
1998	29,3	13,6	26,2	19,4	9,0	10,2	12,7	8,9
1999	28,3	13,5	28,9	19,0	8,7	9,5	12,9	7,6
2000	27,5	17,1	27,0	19,0	9,1	9,4	13,6	4,8
2001	27,5	22,2	28,7	10,7	8,2	10,5	16,4	3,2
2002	26,3	23,6	30,0	6,7	8,6	10,6	17,6	2,8
2003	24,9	23,3	29,0	6,3	10,4	10,3	17,2	3,6
2004	26,1	25,4	26,3	5,6	11,2	10,8	16,8	4,0
2005	29,0	29,9	23,8	5,0	11,0	10,9	15,8	3,6

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do Banco Central.

A expansão, muitas vezes descuidada, do crédito, a política monetária altamente restritiva e o aumento do desemprego após o Plano Real causaram, à partir de 1995, o aumento da inadimplência. Esse quadro, somado aos efeitos da crise cambial mexicana de dezembro de 1994, aumentou severamente a fragilidade do sistema bancário, levando diversos bancos (entre estes, muitos bancos pequenos, diversos bancos públicos e alguns dos maiores bancos privados do país) a dificuldades que só foram sanadas com sucessivas intervenções do Bacen, socorrendo e promovendo fusões no setor bancário (CARVALHO, 1998).

Ou seja, após a adoção de políticas de liberalização financeira, o Brasil observa a fragilização do sistema bancário⁷⁵. Ao contrário do ocorrido em outros países, no Brasil, essa fragilidade não resultou em crise bancária. Isso é fruto de, pelo menos, dois fatores: (a) a rápida resposta do Bacen diante da ameaça de crise, e; (b) o Brasil apresentou uma expansão do crédito muito menor do que a observada em outros países, limitando as perdas potenciais dos bancos.

Em sintonia com o movimento geral no SFI (como apontado no capítulo 2), o Brasil já vinha adotando medidas de regulação prudencial. Dentre essas, uma das mais notáveis sem dúvida é a adesão do país ao Acordo da Basileia em 1994.

Como explicado no segundo capítulo deste trabalho, as regras de Basileia foram desenhadas para regular as aplicações de grandes bancos internacionalmente ativos. No entanto, o Acordo tinha a vantagem de mitigar o risco moral e de ser “uma medida de regulação prudencial mais efetiva que as até então usadas” (CARVALHO, 2005, p.20) e, rapidamente passa de instrumento de nivelção competitiva a novo paradigma de regulação prudencial. Sob esta responsabilidade, a imposição de coeficientes mínimos de capital previstas no Acordo deveria se estender a todos os bancos.

Aos poucos, a adoção das regras do Acordo da Basileia tornou-se pré-requisitos para que países emergentes recebessem investimentos de instituições financeiras e fundos de investimento internacionais, sendo que no fim dos anos 1990, “o FMI e o Banco Mundial tornaram a adesão ao acordo o elemento principal da avaliação da solidez financeira dos países membros” (CARVALHO, 2005, p.18).

Diante da necessidade de divisas decorrente do crescente déficit comercial e da política de câmbio fixo instaurada em 1994, o país adere ao Acordo nesse mesmo ano, impondo para

⁷⁵ Cabe ressaltar que, enquanto em outros países as crises bancárias foram fruto basicamente das políticas de liberalização, a fragilização do sistema bancário no Brasil esteve associada principalmente ao processo de estabilização, ainda que a liberalização tenha contribuído (HERMANN, 2002, p.284-293).

todos os bancos nacionais, inclusive para seus bancos de desenvolvimento, coeficientes mínimos de capital próprio ponderados pelo risco. As implicações dessa medida para o BNDES serão exploradas na seção 4.3.3.3.

Em diversos países emergentes, as políticas de liberalização financeira resultaram no aumento do crédito e expansão do PIB. No Brasil, no entanto, a expansão do crédito, além de menor que em outros países (HERMANN, 2002a, p. 325-326), foi concentrada no crédito à pessoa física (ver Tabela 24), o que também reduziu os ganhos potenciais da liberalização em termos de crescimento econômico.

Quanto ao mercado de capitais, a abertura financeira resultou em significativo aumento da liquidez. No entanto, esse movimento foi altamente concentrada em empresas de primeira linha e em empresas estatais passíveis de privatização. Dessa forma, o processo de liberalização financeira não foi capaz de alterar o padrão de financiamento da economia. O mercado de capitais durante os anos 90 não constituiu uma fonte consistente de *funding* para os investimentos das empresas e o SFB permaneceu dependente do BNDES para essa tarefa.

4.2.4 Plano Real

Nos anos 1990, além das reformas mencionadas, marcou a economia brasileira o fim de um longo período de elevada inflação com a implementação de um plano de estabilização baseado em âncora cambial: o Plano Real.

O Plano Real foi um complexo plano de estabilização que possuía três fases: a) o ajuste fiscal, visto pelos formuladores do Plano como pré-requisito para o fim da inflação; b) o lançamento de uma unidade de conta paralela ao Cruzeiro, a URV (Unidade Real de Valor), que seria atrelada ao dólar e tinha a função de permitir o ajustamento dos preços relativos (um grave problema dos planos de estabilização da década de 1980) e desindexar a economia, e; c) o lançamento da nova moeda, o Real (CASTRO, 2005b, p. 152-157).

Apesar do ajuste fiscal não ter sido realizado – o que pode ser comprovado pela trajetória de crescimento da dívida pública –, e do lançamento do Real ter sido conturbado pela indefinição e falta de clareza em relação à política monetária e cambial⁷⁶, o Plano obteve sucesso na redução da indexação e dos reajustes nos preços.

O Real foi lançado valendo US\$ 1. No entanto, essa taxa foi definido como o teto da taxa de câmbio. Com os fluxos de capitais, que voltavam para o país desde 1992, e que foram intensificados com o início do Plano Real, levando a uma valorização nominal do câmbio (que já era de R\$ 0,83/US\$ 1 em fevereiro de 1995). Esse movimento, aliado à inflação residual que perdurou após o início do Plano, levou a uma valorização real do câmbio, que auxiliou no controle da inflação por meio do barateamento dos preços em Real dos produtos importados. Expostos à competição internacional pela rápida abertura comercial e pela forte valorização da moeda nacional, muitas empresas não resistiram e foram à falência. Outras foram absorvidas ou se associaram a grandes multinacionais. Esse processo era visto como necessário e saudável para uma economia caracterizada pelos vícios e ineficiências geradas pelo protecionismo do modelo de substituição de importações.

Como óbvio resultado desse processo, o Brasil passaria a acumular elevados déficits na balança comercial. Assim, era necessário ampliar a abertura financeira, como mencionado na seção anterior, e combiná-la com altas taxas de juros. O resultante fluxo de capitais para o Brasil teria o papel de financiar o déficit em transações correntes, e assim, manter a cotação do Real frente ao dólar. A estabilidade da taxa de câmbio em níveis elevados era vista como essencial para a própria estabilidade do Real.

⁷⁶ Como um plano de estabilização baseado em âncora cambial, o Plano Real deveria estabelecer metas para a taxa de câmbio, deixando a oferta monetária como variável de ajuste. No entanto, além dessas metas, o Banco Central anunciou metas para a base monetária, o que, diante da mobilidade de capitais proporcionada pela abertura financeira, contraria o modelo de câmbio fixo.

Ou seja, o sucesso do Plano Real exigia um aumento do grau de abertura comercial e financeira iniciadas anteriormente. A execução do Plano demandou o aprofundamento dessas reformas, como já mencionado.

Ao contrário dos planos de estabilização que o precederam, o Plano Real logrou reduzir a inflação drasticamente e mantê-la em baixos patamares ao longo de seus cinco anos de funcionamento – em 1998, a entrada de capitais se reduz drasticamente e o governo é obrigado a abandonar a âncora cambial. Contudo, juntamente com a estabilização, a combinação de abertura comercial, câmbio valorizado e altas taxas de juros resultou em desemprego e baixo crescimento econômico. A manutenção da estabilidade de preços, ainda que em detrimento do crescimento econômico, marcou todo o período que vai desde o lançamento do Real até 2005, constituindo uma das características do novo modelo de desenvolvimento.

4.3 O BNDES nos anos 90

Para o BNDES, os anos 1990 foram também um período de transformações. Como empresa pública e agente do Estado, não poderia passar incólume ao profundo processo de redefinição do papel do Estado. Assim como os desembolsos do Banco acompanharam a evolução dos setores mais dinâmicos da economia no passado, nos anos 90, o Banco incorpora as mudanças nos setores dinâmicos e redefine seu modo de operar de acordo com a nova visão de desenvolvimento adotada pelos governos e seus formuladores de política econômica.

Diante disso, a análise da atuação do BNDES na década de 1990 será feita a partir das transformações apontadas em seções anteriores. Tais transformações condicionaram pelo menos dois importantes movimentos no Banco:

- (a) Com a conclusão dos projetos de investimento iniciados durante o II PND, o Brasil completou o processo de substituição de importações, internalizando a indústria de bens de capital e de insumos básicos. Logo, o país chega aos anos 1990 desfrutando de um parque industrial dotado de todos os elos da cadeia produtiva e tendo, portanto,

concluído sua industrialização⁷⁷. Com isso, perdem importância setores da indústria pesada, e ganha importância a integração competitiva da economia nacional com a internacional. Assim, dentro da lógica do novo modelo de desenvolvimento, o Banco direciona suas prioridades para o processo de privatização e setores exportadores, além de pequenas e médias empresas, e projetos sociais.

- (b) Em sintonia com as recomendações de organismos internacionais e com os modelos que inspiraram o processo de liberalização financeira, mas principalmente, por uma opção interna de “modernização” de suas operações, o Banco passa a adotar modelos de avaliação de risco nos moldes de bancos privados. Essa medida era importante para permitir a “modernização” do Banco em outro aspecto: sua estrutura de funding, a qual passaria a ter uma parcela privada crescente (sobretudo na forma de títulos emitidos no exterior). A adoção de métodos de seleção de projetos baseados na avaliação da relação risco/retorno, melhorava a percepção de risco do Banco por parte de seus financiadores privados, dando melhores condições de captação ao Banco.

Ou seja, os anos 90 marcam não apenas a redefinição dos setores priorizados pelo BNDES, como também uma mudança interna da forma de escolha e avaliação dos projetos que o aproxima do *modus operandi* dos bancos de investimento privados.

A análise desses movimentos deve considerar a natureza dual do BNDES de instituição financeira e agente do Estado. No que se refere ao seu papel de instituição financeira, existem três importantes fatores a se considerar: 1) como mencionado no primeiro capítulo, a eficiência de um sistema financeiro reside em sua capacidade de ofertar *finance* e *funding* em condições apropriadas ao investimento e sem resultar em fragilidade à economia e a seu crescimento; 2) as mudanças apontadas acima estão inseridas na tentativa, sem sucesso, por parte do governo de alterar o padrão de financiamento da economia, ou seja, a despeito dos esforços, o setor financeiro privado no Brasil não se tornou uma fonte consistente de *funding*, de forma ao longo

⁷⁷ É sabido que, a despeito de ter constituído um parque industrial completo dentro do padrão tecnológico metal-mecânico, a indústria nacional ainda respondia a uma dinâmica que vinha de fora do país, uma vez que os centros de decisão e os núcleos de pesquisa e desenvolvimento de novas tecnologias, em geral ainda se encontravam no exterior. Contudo, não faz parte do escopo deste trabalho avaliar o parque industrial nacional da época sob esta ótica, bastando apenas a constatação de que o processo de substituição de importações havia se completado.

da década de 1990 e até 2005, o BNDES se manteve como a principal instituição provedora de financiamento de longo prazo na economia; 3) As mudanças sofridas pelo BNDES restringiram sua capacidade de atuar como um banco de desenvolvimento e de prover *funding* para a economia, o que impacta a própria eficiência do SFB. O Banco passou a se dedicar intensamente aos programas de privatização, que não significam investimento⁷⁸, e quando financiou investimento, o fez sob uma lógica privada.

Visando uma análise mais detalhada dessas questões, essa seção será dividida em três subseções. Na primeira, será feita uma descrição da atuação do BNDES de uma forma geral, destacando a evolução e distribuição dos desembolsos e algumas questões institucionais importantes para o período. A segunda subseção será dedicada à atuação do Banco diante de questões específicas relacionadas com a abertura comercial e com o processo de privatização, que pautaram a distribuição dos desembolsos no período. Por fim, a última subseção tratará da mudança na forma de atuação do Banco, em especial seu método de seleção de projetos, que passou a se pautar por indicadores normalmente utilizados em bancos privados.

4.3.1 Aspectos gerais

Como relatado no capítulo anterior, a década de 80 inicia um período de tendência de queda dos desembolsos do Banco, que se intensifica no fim da década. Esse processo, que se estende até 1993, reflete o conturbado período por que passava a economia nacional, marcado pela crise da dívida externa, alta instabilidade macroeconômica, intensificação do processo de aceleração inflacionária e recessão com surtos espasmódicos de crescimento. Entre 1981 e 1992 a renda per capita decresceu à taxa média de 0,625% a.a. A alta inflação e fortes

⁷⁸ Pode-se alegar que as empresas privadas farão investimentos posteriormente. Contudo, além disso ser uma suposição (que algumas vezes foi confirmada, outras não), não invalida a afirmação de que privatização não significa, diretamente, investimento.

incertezas macroeconômicas e políticas caracterizaram o período, desincentivando o endividamento de longo prazo dos agentes em geral.

No entanto, a maior contribuição para a redução dos desembolsos do Banco vem do setor público. A forte queda da quantidade de consultas por parte dos governos decorre dos contingenciamentos de gastos impostos por resoluções do Bacen⁷⁹ e da própria crise financeira por que passavam os governos. Segundo Plattek (2001, p.111), no entanto, é difícil afirmar que as restrições institucionais tenham dado contribuição efetiva para a redução dos desembolsos do BNDES, uma vez que a própria FBCF do governo foi drasticamente reduzida nos anos 90 (ver Tabela 25). Contudo, uma vez que a redução da participação do governo nos desembolsos do BNDES é maior que a queda da FBCF governo no total, é possível que esse último movimento seja consequência, e não causa do primeiro.

Além da crise financeira, contribuiu também para a redução da FBCF do governo os programas de privatização. No entanto, esses programas explicam o forte aumento da participação do governo nos desembolsos do BNDES em 1997 e 1998, anos em que mais da metade das privatizações da década são realizadas (ver Tabela 17), mas em que o investimento do governo se reduziu (ver Tabela 25) – essas questões serão melhor exploradas na seção 4.3.3.

⁷⁹ As Resoluções 1469/88 e 2008/93 do Banco Central limitavam os empréstimos dos bancos públicos junto a instituições financeiras ao saldo encontrado em 1989. As Resoluções 2444/97 e 2461/97, no entanto, flexibilizaram essas limitações. No caso do BNDES, por decisão interna (Decreto 316/96) ficou determinado que no máximo 20% dos desembolsos com operações diretas do Banco seriam destinados ao setor público.

Tabela 25 – Participação do Governo na FBCF e ns Desembolsos do BNDES

Anos	(em %)	
	FBCF do Governo (% do Total)	Participação do Governo nos Desembolsos do BNDES
1990	18,08	12,77
1991	15,92	11,76
1992	18,79	16,97
1993	16,67	9,01
1994	17,40	5,73
1995	12,34	3,91
1996	11,98	4,12
1997	11,15	10,45
1998	11,12	12,18
1999	11,09	3,40

Fonte: Plattek (2001, p.108).

Assim, a década de 1990 começa com os desembolsos do BNDES em franco declínio (ver Tabela 26). O nível de desembolsos em 1993 representa apenas 44% dos desembolsos de 1987. Em 1990, a participação dos desembolsos do Sistema BNDES no PIB e na FBCF são as menores desde 1968. As contribuições do Banco para a formação bruta de capital fixo, que foram de 11,18% em média entre 1974 e 1979, e de 8,07% de 1980 a 1988, passaram para apenas 3,73% entre 1989 e 1993 (ver Tabela 26). Segundo Rigolon (1996, p.18), o racionamento de crédito foi observado em todo sistema financeiro, público e privado, em consequência da crescente percepção de risco por parte de tomadores e provedores de crédito. Além disso, as altas taxas de inflação, que atingiram a média de 1440,6% a.a. entre 1988 e 1993, prejudicavam a decisão de investir e deterioravam as condições de crédito, gerando a tendência de redução de prazos e aumento das taxas de juros a níveis incompatíveis com o investimento produtivo.

Assim, em 1994 é criada a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A TJLP representou um considerável avanço na sinalização do custo do capital, desvinculando as condições do crédito de longo prazo concedido pelo Banco da taxa de juros de curto prazo, que varia de acordo com a conjuntura. Segundo Rigolon (1996, p.18),

“[...] neste sentido, foi criado um *habitat* para o investimento produtivo objeto dos financiamentos do BNDES, que fica parcialmente imune às oscilações de curto prazo da taxa de juros, típicas de um cenário de consolidação da estabilidade dos preços.”

Esperava-se que a partir de 1994, a estabilização econômica levasse ao crescimento típico de estabilizações baseadas em âncora cambial (RIGOLON, 1996, p.6). No entanto, o crescimento econômico só existiu em 1994 e 1995. No segundo semestre de 1994 o PIB cresceu 5,7%, e 10% no primeiro trimestre de 1995, fechando o ano em 4,2. Em 1996, o crescimento cai para 2,7%.

Não obstante, os desembolsos do BNDES iniciam em 1994 uma fase de forte crescimento contínuo até 1998, quando os desembolsos do Banco atingem o nível mais elevado em termos reais de toda a série até 2001. Eles passam de 0,7% do PIB em 1993 para 1,21% em 1995, e chegam a 2,47% em 1998. Em termos de contribuição para a FBCF, que foi de 3,63% em 1993, atingiu 5,89% em 1995 e 12,53% em 1998 (ver Tabela 26). No entanto, a taxa de investimento da economia não foi afetada pelo crescimento dos desembolsos do Banco, sugerindo que a funcionalidade destes para o investimento tenha sido pequena no período⁸⁰.

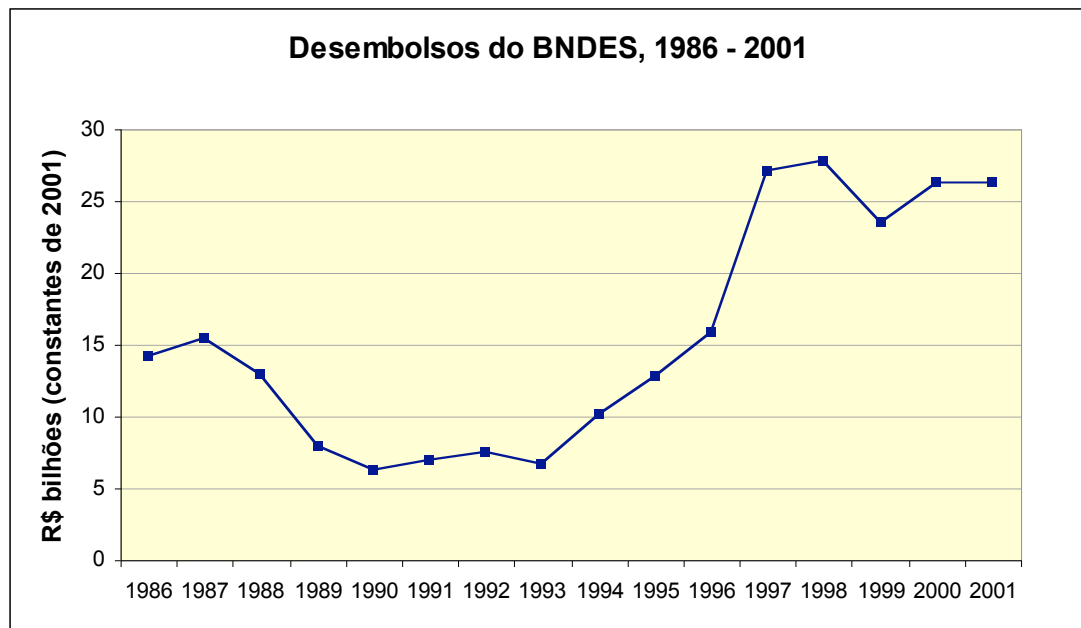
⁸⁰ Tal hipótese, no entanto, precisaria ser comprovado por algum teste econométrico.

Tabela 26 – Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES (1989-2003)

Ano	Desembolsos do BNDES (R\$ milhões de 2001)	FBCF (% do PIB)	Desembolsos (% do PIB)	Desembolsos (% da FBCF)	Crescimento do PIB (em %)
1989	7.934	26,86	0,83	3,10	3,2
1990	6.281	20,66	0,69	3,33	-4,3
1991	6.990	18,11	0,76	4,19	1,03
1992	7.524	18,42	0,82	4,45	-0,54
1993	6.734	19,28	0,70	3,63	4,92
1994	10.093	20,75	0,99	4,78	5,85
1995	12.847	20,54	1,21	5,89	4,22
1996	15.833	19,26	1,45	7,54	2,66
1997	27.030	19,86	2,40	12,09	3,27
1998	27.792	19,69	2,47	12,53	0,13
1999	23.416	19,10	2,06	10,79	0,79
2000	26.283	19,44	2,22	11,41	4,36
2001	26.251	19,47	2,19	11,23	1,31
2002	29.887	18,32	2,83	15,47	1,93
2003	25.702	17,78	2,25	12,68	0,54

Fonte: Anexo 2.

Gráfico 4 – Desembolsos do BNDES 1986 – 2001



Fonte: BNDES (2002).

Segundo Rigolon (1996, p.18), o crescimento dos desembolsos é fruto da tendência de aumento da taxa de investimento iniciada em 1993 e reforçada com o sucesso inicial do Plano Real na estabilização dos preços. Contudo, esse movimento não pode explicar o crescimento contínuo dos desembolsos até 1998, ou o salto dos mesmos em 1997, uma vez que a taxa de FBCF se estabiliza em cerca de 19,5% do PIB a partir de 1996.

Pode ter contribuído para esse movimento a redução da margem para o autofinanciamento das empresas⁸¹ em decorrência da queda das taxas de inflação a partir de 1994. No entanto, Além (1998, p.8-10) chama a atenção para o fato de que este crescimento esteve associado principalmente ao aumento dos desembolsos em setores como serviços – shopping centers, turismo, parques temáticos, etc –, financiamento à exportação, apoio a projetos de alto impacto social e programas de estímulo à privatização.

É importante ressaltar o papel do BNDES nos programas de privatização, que foram responsáveis pelo explosivo aumento dos desembolsos do Banco, principalmente entre 1996 e 1999. Na seção 4.3.3, a participação do BNDES nos programas de privatização será melhor explorada.

Os recursos adicionais necessários para o crescimento dos desembolsos, principalmente a partir de 1997, foram obtidos por meio de desinvestimentos da carteira de ações da BNDESPAR e de captações no mercado internacional, além, é claro, das transferências do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

A evolução dos desembolsos do Sistema BNDES segundo ramos de atividade mostra a elevação da participação do setor de serviços em detrimento da indústria de transformação.

⁸¹ Em contrapartida à redução do espaço para o autofinanciamento decorrente do controle da inflação, o grau de endividamento das empresas aumentou na década de 1990 (CARNEIRO, 2002, p.290). Contudo, a falta de instrumentos adequados de *funding* no país levou muitas empresas (inclusive o BNDES) a buscar financiamento de longo prazo no exterior. Contudo, como dito no primeiro capítulo, esse tipo de financiamento está fortemente sujeito a interrupções e implica em aumento da fragilidade externa da economia, de forma que não constitui uma fonte de *funding* adequada para financiar o crescimento econômico. Em 1998 e 1999, a reversão da liquidez externa implicou a interrupção desta fonte de financiamento para as empresas e crise cambial para o país.

Após atingir, em média, mais de 60% dos desembolsos do Banco entre 1986 e 1990, o setor reduz sua participação até 33,8% dos desembolsos totais de 1997. Em contrapartida, é observada uma significativa expansão da participação do setor agropecuário, refletindo o financiamento de todas as atividades ligadas ao *agrobusiness*, até 1994. A partir de 1995, a participação da agropecuária nos desembolsos se reduz a menos da metade do observado em 1994. Isso possivelmente decorre da valorização do câmbio, que afeta negativamente o setor, com uma certa defasagem, que é observada também com o aumento da participação do setor a partir de 2000, após a flexibilização do câmbio em 1999.

Além disso, o setor de serviços também apresentou uma grande expansão em sua participação nos desembolsos, tendo atingido mais de 50% em 1997 e 1998. Neste setor, estão incluídos os desembolsos para infra-estrutura e, portanto, empréstimos para saneamento financeiro e compra de empresas estatais – segundo a definição do BNDES (Relatório Anual, 1999, p.18), infra-estrutura inclui produção e distribuição de eletricidade, gás e água, construção e transporte, armazenagem e comunicações (BNDES).

Tabela 27 – BNDES - Evolução dos Desembolsos por setor de atividade

Setor	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Em % dos Desembolsos								
Agropecuária	3,8	7,2	12,4	18,1	19,7	10,3	7,5	7,8
Indústria			54,1	49,8	42	57,4	45,3	38
Indústria Extrativa	1,5	0,9	2,2	1,6	0,9	1	1,5	4,2
Indústria de Transformação	73,4	66,2	51,9	48,2	41	56,4	43,8	33,8
Serviços	21	25,5	33,5	32,1	38,3	32,3	47,1	54,3
Comércio/Serviços							15,6	8,5
Infra-estrutura ¹							17,1	35
Privatizações Estaduais							14,4	10,8
Outros		0,1	4,6					
Total²	100	100	100	100	100	100	100	100
Setor	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Em % dos Desembolsos								
Agropecuária	7,1	7,1	8,3	11,1	12	13,7	17,4	8,6
Indústria	39,8	46,7	45,1	52	46,5	47,9	39,6	49,9
Indústria Extrativa	1,5	1,4	0,5					
Indústria de Transformação	38,3	45,2	44,6					
Serviços	53,1	46,2	46,6	35,7	40,4	37,2	42,3	41,5
Comércio/Serviços	9,5	9,4	9,2	6	5,6	7,4	4,2	5,1
Infra-estrutura ¹	35	36,8	37,4	29,8	34,8	29,8	38,1	36,4
Privatizações Estaduais								
Outros				1,2	1,1	1,2	0,7	0
Total²	100	100	100	100	100	100	100	100

Notas:

¹ O Setor de infra-estrutura compõe-se de produção e distribuição de eletricidade, gás e água, construção e transporte, armazenagem e comunicações.

² Operações no mercado secundário não incluídas.

Qualquer discrepância nos valores totais é fruto de arredondamento automático.

Fonte: BNDES, Relatório Anual, diversos anos.

De modo geral, até 1996, o crescimento dos desembolsos do BNDES acompanham a evolução da FBCF, mas de forma um pouco mais acelerada, fazendo a contribuição do Banco para esta aumentar gradativamente de 1993 a 1996. Em 1997, no entanto, os desembolsos do BNDES dão um salto. A razão entre os desembolsos e a FBCF aumenta quase 5%, atingindo 12,09% em 1997 e 12,53% em 1998. Segundo Plattek (2001, p.113-114), este movimento é

explicado por dois fatores. Em primeiro lugar, o setor de infra-estrutura puxou os desembolsos do Banco com crescimento anual expressivamente maior que o total dos financiamentos concedidos. Em particular, o setor de telecomunicações teve seu financiamento em termos reais entre 1996/97, 1997/98 e 1998/99 aumentado em 1262,7%, 93,5% e 523,7% respectivamente, de modo que o setor já correspondia a 17,3% dos desembolsos do Banco em 1999. Em segundo lugar, ainda segundo o autor, poderia-se afirmar que o aumento do volume de desembolsos do BNDES seria fruto da consolidação de expectativas do setor privado sobre possíveis mudanças na política cambial. Ou seja, “expectativas de desvalorização do câmbio, mesmo que a médio ou longo prazo, podem ter induzido as empresas a recomposições de passivo – substituindo captações externas por internas –, o que pode ter gerado um rebatimento no volume de solicitações de financiamento ao Banco⁸².

Em 1999, a crise cambial e sua conseqüente recessão se refletiu nos desembolsos do Banco, que apresentaram uma redução de 15% neste ano (ver Tabela 26). Contudo, já no ano seguinte os desembolsos voltam a crescer, especialmente os desembolsos para a agropecuária e indústria.

Não se pode deixar de mencionar que contribuiu para isso também a criação, pela Constituição de 1988, de uma das mais importantes fontes de *funding* do BNDES, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). O FAT é um fundo vinculado ao Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) e é gerido pelo Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (CODEFAT), que é um órgão de caráter tripartite e paritário, composto por representantes dos trabalhadores, dos empregados e do governo.

O fundo é composto pela arrecadação proveniente das contribuições do PIS e do Pasep, e seus recursos são destinados ao custeio do Programa do Seguro-Desemprego, do Abono Salarial e, pelo menos 40%, ao financiamento de Programas de Desenvolvimento Econômico,

⁸² Plattek (2001, p.114) lembra que tal afirmação é apenas uma hipótese, e que ainda necessita de comprovação empírica.

os quais estão a cargo do BNDES. (MTE, 2006). Esse montante de recursos do FAT repassados ao BNDES (chamado FAT Constitucional) devem ser utilizados para o financiamento de investimentos, com conseqüente geração de renda e emprego, contribuindo desta forma para redução do desemprego (ALÉM, 1997, p.30).

Não há data predefinida para o pagamento pelo BNDES do principal dos recursos do FAT repassados ao Banco. Ou seja, o fundo constitui uma fonte de *funding* que por suas características se assemelha ao capital próprio do Banco, e na década de 1990 teve importância crescente no seu financiamento. Além disso, segundo Torres Filho (2005, p.35),

“O aporte do FAT Constitucional sempre foi importante para o Banco por dois motivos. É uma fonte estável e garantida de recursos, que historicamente vem mantendo um volume de entradas superior ao de pagamentos. Ademais, o FAT Constitucional é a principal **fonte permanente** do Banco, ou seja, corresponde a um quase-capital, na medida em que não há a previsão de amortizações ordinárias. Dado o atual fluxo médio de amortização dos empréstimos do Banco, estima-se que o giro dos recursos do FAT Constitucional no BNDES propicie, ao longo do tempo, uma capacidade de investimento anual permanente de cerca de um quarto do montante originalmente transferido pelo Fundo.” (TORRES FILHO, 2005, p.35, grifos do original).

O acesso do BNDES ao FAT e a outras fontes de recursos (como recursos externos, que serão discutidos na seção 4.3.3.2) foram decisivos para permitir a expansão das atividades do Banco ao longo dos anos 1990.

Por fim, destaca-se também o crescimento da participação das operações indiretas do Banco, que superou 60% das operações no fim da década (ver Tabela 28). Operações indiretas são aquelas em que o BNDES repassa seus recursos para bancos privados, e estes últimos detêm um certo grau de liberdade para selecionar e definir o spread dos financiamentos realizados com aqueles recursos. Aos bancos que intermediam a operação também cabe assumir o risco das operações, uma vez que eles selecionam o projeto. Dessa forma, as operações indiretas repassam recursos a um baixo custo aos bancos privados.

Tabela 28 – Operações Indiretas, anos selecionados

(em % do total de operações)

Operações Indiretas	
1979	21,5
1991	31,0
1992	33,0
1998	52,4
1999	62,0
2005	53,0

Fonte: BNDES, Relatório Anual (diversos anos).

4.3.2 Exportação

Diante da necessidade de se promover as exportações e melhorar a situação da balança comercial, o BNDES passou a dar crescente importância à promoção das exportações, aprofundando os mecanismos de financiamento ao comércio exterior (ALÉM, 1998, p.22).

O financiamento à produção e comercialização de produtos destinados à exportação é essencial para que as empresas brasileiras sejam capazes de competir no mercado internacional em condições similares às empresas dos outros países que recebem apoio das respectivas agências domésticas de crédito à exportação.

Diante da lacuna deixada com a extinção do Finex, o BNDES, que já apoiava a produção de bens de capital por meio da FINAME, passa a apoiar a exportação desses bens por meio de um programa específico dessa subsidiária. Assim, em novembro de 1990 foi criado o Finamex (Programa de Financiamento às Exportações de Máquinas e Equipamentos), uma linha de financiamento pré-embarque⁸³, de adiantamento de recursos ao fabricante para a produção de máquinas e equipamentos destinados à exportação. Seus desembolsos, no

⁸³ Catermol (2005, p.5) explica que financiamento à exportação pode se dar por meio do crédito à produção (pré-embarque) e do crédito à comercialização (pós-embarque). Segundo o autor, os “dois tipos de financiamento podem ser mais ou menos importantes a depender do setor, mas um mercado bem desenvolvido de ambos em um país é essencial para a viabilização de exportações”.

entanto, só se iniciaram em 1991. Neste mesmo ano o Finamex começa a se diversificar, com a criação da linha de financiamento pós-embarque.

Em 1993, foi criada a linha pós-embarque de operações no âmbito do Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR⁸⁴), cujo rápido sucesso permitiu uma mudança de patamar no volume de financiamentos à exportação a partir do ano seguinte (ver Tabela 29), a despeito das dificuldades enfrentadas pelos exportadores em decorrência da valorização cambial. A partir de 1996, ficou permitido o financiamento de até 100% do valor exportado nas linhas pós-embarque. Essas linhas de crédito trouxeram uma nova dimensão ao banco uma vez que a partir delas, o BNDES passou a realizar desembolsos no exterior. É importante reiterar, no entanto, que esse financiamento é destinado à compra, por parte da empresa estrangeira, de um produto produzido no Brasil e, portanto, não simplesmente o financiamento do investimento de uma empresa no exterior. Sem esse financiamento, o produto nacional perderia um importante fator de competitividade no mercado internacional.

As linhas de financiamento à exportação do BNDES também tiveram outro importante papel no Banco: servir de garantias para a captação de recursos externos⁸⁵.

O Programa Finamex tem também como objetivo importante viabilizar a captação de recursos externos pelo Sistema BNDES, com a negociação das cambiais ou cartas de crédito representativas das operações de exportação financiadas (BNDES, Relatório Anual 1992, p.52).

Em 1997, uma série de medidas permitiram a diversificação e ampliação do apoio do BNDES às exportações. A mais importante certamente foi a ampliação do escopo de produtos atendidos, antes limitado a bens de capital. Assim, passaram a ser financiadas as exportações

⁸⁴ O CCR é um convênio, firmado entre os bancos centrais da Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela em 1982, que cria um mecanismo de compensação e garantias por meio do cancelamento contábil de débitos e créditos registrados pelos bancos centrais dos países participantes. Esse instrumento cria uma integração financeira que permite agilizar e facilitar as relações econômicas dos seus signatários, por meio da redução dos fluxos de divisas entre esses países.

⁸⁵ O aumento da participação de captações externas na estrutura de funding do Banco será discutida na seção 4.3.3.2.

de produtos químicos, têxteis, eletrônicos, calçados, couro e alimentos, além de serviços de engenharia. Tal mudança refletiu no próprio nome do programa, que passou a se chamar BNDES-*exim*, ilustrando melhor as novas atribuições que o Banco incorporava.

Ainda neste ano, foi criada a Linha Pré-Embarque Especial, que incentivava o incremento das exportações das empresas que já atuavam no mercado internacional. Como resultado dessas medidas, em 1997 os desembolsos do Banco à exportação cresceram 205% em relação ao ano anterior, atingindo quase US\$ 1,2 bilhão.

Apesar dessa diversificação, foi mantida a prioridade para os produtos de maior valor agregado e de maior conteúdo tecnológico nas linhas de financiamento à exportação do BNDES. Produtos como *commodities* dispõem de outras fontes de financiamento, oferecidas pelo sistema financeiro privado, enquanto produtos de maior valor agregado são, frequentemente, privados dessas fontes. Assim, em complementariedade ao SFB, o BNDES apóia a exportação de produtos de maior valor agregado, como bens de capital e produtos manufaturados em geral.

Cabe ressaltar que, em diversos segmentos, mas principalmente o de produtos de maior valor, as condições de financiamento à exportação constituem um elemento essencial para a efetivação da venda ao exterior, algumas vezes, tão importantes quanto o preço e a tecnologia do produto⁸⁶ (CATERMOL, 2005, p.13). O financiamento à exportação em condições especiais por agências especializadas é prática corrente em todos os países exportadores de produtos de maior valor agregado e, sem um apoio nesses moldes, tal como feito pelo BNDES, dificilmente o Brasil teria condições de competir em importantes mercados no exterior.

⁸⁶ Um bom exemplo disso é o caso da Embraer. Em 1996, a empresa “disputou a primeira grande concorrência internacional para o fornecimento de 150 aeronaves para as empresas americanas de aviação regional [...]. A Embraer possuía melhores condições técnicas e preço, mas perdeu a concorrência por causa das condições de financiamento, melhores na concorrente, que contavam com apoio da agência de financiamento à exportação de seu país” (CATERMOL, p.13). A partir disso, contando com o financiamento do BNDES à comercialização de suas aeronaves, a Embraer expandiu drasticamente suas exportações, que atingiram US\$ 1,1 bilhão em 1997. Em 2005, a empresa já era a quarta maior exportadora de aeronaves do mundo.

A prioridade do BNDES conferida a produtos de maior valor agregado se justifica ainda por questões de ordem estratégica para o país. Uma maior participação de manufaturados na pauta de exportação de uma país reduz sua vulnerabilidade externa e, logo, as chances de que o processo de desenvolvimento econômico seja interrompido por constrangimentos no balanço de pagamentos (CATERMOL, 2005, p.10-11).

Como percebido por Prebisch ainda em meados do século XX, bens manufaturados são menos suscetíveis à deterioração dos termos de troca. Por serem mais heterogêneos, eles permitem estratégias de competição que não sejam via preços. Além disso, por possuírem maior elasticidade renda-demanda, os produtos manufaturados estão menos sujeitos à deterioração de seus preços. Dessa forma, quando as importações começarem a aumentar em decorrência do crescimento da renda interna, é menos provável que um país exportador de produtos manufaturados sofra de escassez de divisas, interrompendo seu crescimento. Em conformidade com esses argumentos, o BNDES atesta:

“Além dos macroobjetivos de aumentar a produção industrial brasileira e de gerar mais renda e novas oportunidades de emprego, uma das metas assumidas pelo Sistema BNDES tem sido a de, através de sua ação financiadora, intensificar a exportação de bens manufaturados em condições de competir nos mercados externos.” (BNDES, Relatório Anual, 1991).

Apesar do BNDES-*exim* não financiar a comercialização de *commodities* em geral, o BNDES, por meio de outros programas, apoia o setor por meio do financiamento de projetos de investimento e compra de máquinas e equipamentos. Como visto na seção anterior, os desembolsos do Banco ao setor agropecuário e extrativo foram significativos durante a década de 1990.

Até hoje o Banco continua a inovar e expandir suas linhas de financiamento à exportação. Em 2004, por exemplo, o BNDES-*exim* criou a linha pré-embarque Empresa Âncora, que financia empresas que viabilizam as exportações indiretas da produção de micro, pequenas e médias empresas. Por meio da exportação indireta, a empresa que fabrica o bem,

e que não deseja incorrer nos custos e no aprendizado necessário para exportar, vende seu produto para outra empresa (*trading company*), com experiência no mercado internacional, que exporta o produto. O financiamento dessa empresa permite a exportação de inúmeras empresas que talvez não fossem capazes de, sozinhas, exportar seus produtos.

Desde que o Banco passou a financiar exportações (primeiramente por meio do Finamex e depois por meio do BNDES-*exim*), este tipo de atividade rapidamente ganhou importância nos seus desembolsos, de forma que ao fim da década de 1990, já representava quase um quarto dos desembolsos do Banco (ver Tabela 29). Chama a atenção o salto da participação do BNDES-*exim* no total dos desembolsos do Banco a partir de 1998, quando uma crise de confiança em sequência às crises internacionais ocorridas em outros países emergentes leva à fuga de capitais. Em resposta à crise de liquidez externa do país, o Banco aumenta seus esforços em prol das exportações visando reduzir o déficit externo do país.

Tabela 29 – Participação do BNDES-*exim* no Total de Desembolsos do Sistema BNDES

	(em %)
Ano	
1991	1,07
1992	2,44
1993	1,99
1994	5,08
1995	4,92
1996	4,04
1997	7,20
1998	12,63
1999	21,26
2000	24,80
2001	23,50
2002	31,50
2003	33,00
2004	27,78
2005	29,13

Fonte: Elaboração própria a partir de BNDES, relatório anual (vários anos).

A crescente importância da atividade de Eximbank no BNDES foi fundamental para a melhoria do saldo da balança comercial brasileira. A partir dessas medidas, o BNDES

conseguiu associar, de forma permanente e sistemática, a imagem de um banco de comércio exterior, como um Eximbank, à imagem do Sistema BNDES.

O BNDES deu uma importante contribuição para a redução da vulnerabilidade externa brasileira. A partir da flexibilização cambial em 1999, o Brasil reverte a tendência de deterioração da balança comercial, que perdurava desde 1995 (ver gráfico 3, seção 4.2.2). Desde 2001, o país passou a acumular superávits crescente na balança comercial, o qual atingiu quase US\$ 45 bilhões em 2005. A partir de 2003, esse superávit comercial superou o déficit na balança de serviços, revertendo o quadro de déficit em transações correntes que perdurou por quase toda a década de 1990.

4.3.3 Privatizações

A experiência do BNDES com a venda de sua participação nas empresas em sua carteira nos anos 1980 e a sua reconhecida capacidade técnica levaram à sua nomeação, em 1990, de Órgão Gestor do Fundo Nacional de Desestatização (FND). Na qualidade de Órgão Gestor do FND, segundo a Lei 8031/90, competia ao BNDES as seguintes responsabilidades:

- a) fornecer apoio administrativo e operacional à Comissão Diretora do PND, além de fornecer as informações solicitadas pela Comissão;
- b) divulgar os processos;
- c) contratar as empresas de consultoria e auditoria necessárias ao processo;
- d) sugerir à Comissão Diretora do PND as condições gerais de venda (incluindo preço mínimo e bens/valores a serem alienados), destinação dos recursos provenientes das vendas, forma de pagamento, etc;
- e) recomendar os ajustes operacionais, contábeis e jurídicos, bem como o saneamento financeiro das empresas listadas no PND;
- f) prestar contas relativas a cada processo de privatização; entre outras.

Essas não são atribuições típicas de um banco de desenvolvimento. Deve-se lembrar, no entanto, que o BNDES é, além de uma instituição financeira de desenvolvimento, um importante agente do Estado para a implementação de diretrizes de política econômica determinadas pelo governo federal. Nesse sentido, o BNDES, cumpriu com as designações atribuídas a ele por seu único acionista, o Tesouro Nacional, de acordo com as diretrizes do governo federal. Uma vez que o processo de privatização passou a ser uma das prioridades para a política econômica, ela teve importantes reflexos sobre o Sistema BNDES. Como explica o ex-Presidente do BNDES (1993-1994), Pêrsio Arida, em depoimento para o livro comemorativo do aniversário de 50 anos do Banco:

“Minha atuação como presidente do BNDES norteou-se por quatro objetivos. O primeiro foi preservar o papel do BNDES como agente do programa federal de privatização [o PND]. Embora à margem da atividade principal do Banco, a prestação de serviços ao Tesouro Nacional, detentor das ações a serem alienadas, justifica-se por ser o Tesouro seu único acionista.” (BNDES, 2002, p.162).

Cabe ressaltar, contudo, o apoio do Banco às privatizações estaduais (principalmente do setor elétrico), uma vez que esses processos levaram a participação do Banco nas privatizações a outra dimensão. Entre 1996 e 1998, o BNDES prestou apoio técnico e também financeiro aos processos estaduais de privatização, por meio do Programa de Estímulo à Privatização Estadual (Pepe).

O apoio financeiro no âmbito do Pepe deu-se sob duas formas: a) adiantamento de recursos aos estados com o objetivo de estimular e viabilizar o processo futuro de privatização; e b) financiamento da compra das empresas estaduais (Cemig, Coelba e Cesp), total ou parcial (ALÉM, 1998, p.20). Essas operações se destacam pelo fato de não financiarem, ao menos diretamente, o investimento, constituindo apenas reestruturação patrimonial. Apenas no âmbito do Pepe, o BNDES financiou mais de R\$ 7,5 bilhões em privatizações (ver Tabela 30).

Tabela 30 – Desembolsos do Sistema BNDES no Âmbito do Pepe - 1996-1998

Ano	R\$ bilhões
1996	1,6
1997	3,3
1998	2,7

Nota: os dados posteriores a 1998 não estão disponíveis.

Fonte: Elaboração própria, a partir de BNDES, Relatório Anual (1996 e 1998).

O principal objetivo do apoio do governo federal às privatizações estaduais foi viabilizar a expansão do PND no setor elétrico – era necessário vender, junto com as geradoras, de propriedade federal, as distribuidoras, de propriedade estadual, uma vez que essas últimas diversas vezes deixavam de honrar seus compromissos junto às geradoras (ALÉM, 1998, p.20).

Além dos recursos destinados ao Pepe, o BNDES realizou desembolsos no apoio ao programa de privatização das empresas de telecomunicações. Contudo, a falta de clareza nos dados apresentados nos relatórios do Banco não permite afirmar com precisão o montante.

Com o financiamento da privatização de empresas estaduais e com os empréstimos para empresas recém-privatizadas, os desembolsos para o setor de infra-estrutura, que apresentavam crescimento considerável desde 1994, dão um salto em 1997. Enquanto em 1996 os desembolsos para infra-estrutura representavam apenas 17% dos desembolsos totais do Sistema BNDES, em 1997 essa participação passa para 35% e para mais de 39% no ano seguinte.

Por meio da atuação do BNDES como Órgão Gestor do FND, o PND privatizou, entre 1991 e 2002, 68 empresas. A maioria dessas pertencia aos setores de siderurgia, química e petroquímica, fertilizantes e energia elétrica. Além disso, o Programa passou para a iniciativa privada, por meio de concessão, trechos da Rede Ferroviária Federal S.A. (RFFSA) e a administração de diversos portos no país, com arrecadação para os cofres públicos próxima a US\$ 40 bilhões.

Tabela 31 – Resultados Acumulados 1991 - 2001

Programa	Resultados dos Leilões	Dívida Transferida	Resultado total
Privatizações Federais	57.296	11.326	68.622
Empresas de Telecomunicação	28.793	2.125	30.918
PND	28.503	9.201	37.704
Privatizações Estaduais	27.949	6.750	34.699
Total	85.245	18.076	103.321

Fonte: BNDES, Relatório Anual (2001).

Em depoimento ao livro comemorativo de 50 anos do BNDES, Eduardo Modiano, Presidente do Banco entre 1990 e 1992 relata:

“Um dos elementos mais marcantes dessa política e da própria atuação do BNDES no período foi o fato de que, em 1990, o governo Collor iniciou seu Programa Nacional de Desestatização e deu ao Banco a gestão deste Programa. Eu acumulava também a presidência da Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização, e desestatizar passou a ser de fato uma das principais atividades do Banco. Gerir o Programa, preparar as empresas para a privatização, contratar consultores, mesmo discutir os ajustes que precisavam ser feitos nas empresas a privatizar – tudo isso se fazia no contexto da Comissão Diretora e do corpo técnico do BNDES, que, dava apoio às decisões dessa Comissão.” (BNDES, 2002, p.149).

O apoio do Banco aos programas de privatização possivelmente explicam o salto nos desembolsos concedidos ao setor público em 1997 e 1998, quando mais de 50% das privatizações entre 1991 e 2000 são realizadas (ver Tabela 17). A evolução dos desembolsos ao setor público são um indício disso. De 1996 para 1997, os recursos do BNDES destinados ao setor público quadruplicam, passando de R\$ 652 milhões para mais de R\$ 2,8 bilhões (ver Tabela 32). No mesmo período, a participação do setor público na FBCF continua caindo e a FBCF total mantém-se relativamente estável.

Tabela 32 – Evolução dos recursos do BNDES destinados ao Setor Público e dos investimentos do governo (1991-1999)

Anos	Participação do Setor Público nos Desembolsos do BNDES (em %)	Desembolsos Totais do BNDES (em R\$ milhões) ¹	Desembolsos ao setor público (em R\$ milhões) ¹	FBCF do Governo (% da FBCF Total)	FBCF/ PIB
1991	11,76	6.990	822	15,92	18,11
1992	16,97	7.524	1.277	18,79	18,42
1993	9,01	6.734	607	16,67	19,28
1994	5,73	10.093	578	17,40	20,75
1995	3,91	12.847	502	12,34	20,54
1996	4,12	15.833	652	11,98	19,26
1997	10,45	27.030	2.825	11,15	19,86
1998	12,18	27.792	3.385	11,12	19,69
1999	3,40	23.416	796	11,09	19,10

¹ Em R\$ milhões de 2001.

Fonte: Elaboração própria a partir de Plattek (2001. p.108), BNDES (2002) e IBGE (Estatísticas do século XX).

Em suma, o BNDES participou ativamente na implementação de um modelo de desenvolvimento em que, em contraposição ao modelo vigente até a década de 1970, havia pouco espaço para a atuação direta do Estado no desenvolvimento econômico por meio de empresas estatais. O Banco não apenas foi o Órgão Gestor de um dos maiores programas de privatizações do mundo, o PND (PINHEIRO, 2000, p.30), como financiou a compra de empresas estatais. Apesar do fato dos recursos destinados a programas de privatização não estarem aplicados no financiamento ao investimento, o Banco atuou conforme as diretrizes determinadas pelo governo federal e de acordo com a visão deste em relação a política industrial.

4.3.4 Métodos privados de análise de risco e reestruturação patrimonial

Nos anos 90, o BNDES incorporou métodos de avaliação de projetos baseado em sistemas análise de risco típicos de instituições financeiras privadas.

Em depoimento ao livro comemorativo de 50 anos do BNDES, Pécio Arida, Presidente do Banco entre 1993 e 1994 relata:

“Cuidei [...] de estabelecer *um sistema centralizado de avaliação de riscos de crédito nos mesmos moldes adotados pelas melhores instituições privadas*. Foram estabelecidos limites por tomador e normas rígidas para a exigência de garantias. A avaliação dos riscos financeiros foi institucionalizada através da criação de um Comitê de Crédito, composto de funcionários da instituição e independente dos seus demais órgãos funcionais. Nenhum projeto deveria ser financiado antes de sua aprovação pelo Comitê. “ (BNDES, 2002, p.162, grifos próprios).

Tal metodologia impôs ao BNDES uma atuação distinta daquela típica de um banco de desenvolvimento e da sua própria atuação histórica. Assim, o BNDES se adaptava à nova posição do Estado na economia e à tendência internacional descrita no segundo capítulo, que alterou radicalmente a forma de atuação dos bancos de desenvolvimento ao redor do mundo.

Dentro desse processo, a partir de 1991, o Banco passou a financiar projetos de empresas sob controle de capital estrangeiro sediadas no Brasil, a despeito do fato de que essas empresas possuem, em geral, amplo acesso a financiamento externo. Posteriormente, a Emenda Constitucional Nº6, de 15 de agosto de 1995, eliminou a distinção entre empresas nacionais e multinacionais no acesso ao crédito preferenciais e subsídios governamentais.

Diante disso, o Banco, principalmente a partir de meados da década de 1990, altera a composição de seu passivo, o qual passaria a incluir uma parcela crescente de títulos de dívida emitidos no mercado internacional (como será visto na seção 4.3.4.3). Sob o risco de ver o preço de seus títulos cair no mercado secundário, o que prejudicaria captações futuras, era importante que o Banco estivesse adotando práticas que contribuíssem para uma boa percepção de risco por parte dos investidores internacionais. O sistema de análise de risco refletia uma política de auto-sustentação econômico-financeira das operações de crédito do Banco, indicando que o BNDES constituía uma opção segura de investimento.

Ou seja, a adoção de metodologias de análise de projetos baseadas na relação risco/retorno, típicas de bancos privados, não apenas representava uma opção pelo

alinhamento do Banco a uma nova mentalidade, como também era funcional à captação de recursos no mercado internacional.

4.3.4.1 Modelo de Classificação de Risco

A prática de classificação de risco é bastante difundida no SFI. Agências especializadas em análise de risco classificam produtos e mercados financeiros de todo tipo orientando as decisões de investidores institucionais. Também é comum a utilização de modelos de classificação de risco por parte de instituições financeiras privadas para, internamente, avaliar e orientar a concessão de crédito a empresas e pessoas físicas, além da compra de títulos financeiros.

Em 1993, o BNDES criou seu próprio sistema de classificação de risco de crédito, utilizado para avaliar o nível de risco das instituições e grupos apoiados pelo Banco. O modelo desenvolvido pelo Banco, descrito por Bergamini Jr. (1997), possui três componentes básicos: avaliação cadastral, a matriz de fatores de risco quantitativos e a matriz de fatores de risco qualitativos.

A avaliação cadastral é composta por diversos tipos de dados objetivos (como protestos de títulos, registros em participações em concordatas, etc) e subjetivos (apuradas no relacionamento direto com o candidato), e visa fornecer subsídios para se inferir o caráter do prestador. A matriz quantitativa é composta pelos seguintes indicadores econômico-financeiros: a) endividamento geral; b) endividamento financeiro; c) liquidez corrente; d) rentabilidade do patrimônio líquido; e) alavancagem financeira, e; f) cobertura de financiamentos.

Chama a atenção o fato da matriz quantitativa penalizar o candidato ao crédito que busca justamente financiar sua dívida de curto prazo, uma vez que endividamento em geral é

negativamente classificado. Ou seja, o modelo de risco adotado pelo BNDES inibe justamente o *funding* dos débitos de curto prazo acumulados com o *finance*.

Enquanto a matriz quantitativa permite avaliar o risco financeiro, a matriz de fatores de risco qualitativa permite avaliar o risco do negócio, a partir do conhecimento sobre o setor em que atua a empresa. Os indicadores utilizados na matriz qualitativa são: a) estratégia empresarial; b) estrutura e capacitação; c) aspectos de mercado; d) tecnologia, e; e) gestão da produção (BERGAMINI JUNIOR, 1997).

A partir das informações coletadas na matriz quantitativa e qualitativa, são atribuídos pontos (de 1 a 3) para cada indicador da empresa. A partir da pontuação da empresa, concede-se uma nota (dentre nove possíveis: A, B e C, diferenciadas por sinal + ou – ou nenhum) que, ao fim, é ajustada pela avaliação cadastral. Após aprovada pelo Comitê de Crédito, a classificação de risco guia decisões relativas ao processo de crédito. A classificação de risco do mutuário determina, primeiramente, se ele está apto a tomar o empréstimo, e em segundo lugar, o custo do empréstimo.

O custo do empréstimo, ou seja, a taxa de juros cobrada pelo BNDES é determinada de acordo com a seguinte equação:

$$\text{Taxa de Juros} = \text{Custo Financeiro} + \text{Spread Básico teórico} + \text{Spread de Política Operacional} + \text{Spread de Risco}$$

onde:

O custo financeiro (CF) é o custo da fonte de recursos, do *funding* do Banco. No caso do FAT é a TJLP, no caso de recursos externos é a variação cambial da cesta de moedas, somadas à taxa de juros e impostos.

O spread básico (SB) serve para cobrir as despesas do BNDES e assegurar a rentabilidade sobre patrimônio líquido. Seu valor é constante para todos os financiamentos

concedidos pelo BNDES e é a variável de controle da política financeira do Banco para atingir as metas de rentabilidade. Ou seja, o spread básico estabelece o retorno-alvo do Banco, chamado spread básico teórico.

Os elementos que afetam a formação do spread básico (SB) são: a) custos operacionais, como despesas decorrentes de folha de pagamento, despesas administrativas e impostos, e; b) remuneração dos acionistas, como meta de retorno sobre o patrimônio líquido e o grau de alavancagem. (Segundo Pires [1997, p.45], o BNDES tinha, em 1997 a intenção de aumentar sua alavancagem de 5, para 8 ou 10, de forma a poder reduzir seu spread básico). Por fim, deve-se resaltar que o spread básico fixa uma meta de rentabilidade sem risco. A remuneração pelo risco incorrido pelo Banco será comentada adiante.

O spread de política operacional (SPO) determina o poder de discricionariedade do Banco. Na média dos desembolsos, o spread de política operacional deve ser igual a zero; com os valores positivos e negativos expressando as prioridades do Banco na qualidade de IFD e a política de incentivos do governo.

O spread de risco (SR) tem por objetivo fazer frente às perdas esperadas com a inadimplência em cada operação e remunerar o risco de crédito assumido pelo BNDES em seus empréstimos. O spread de risco é calculado em função do risco específico de cada cliente individualmente a partir do sistema de análise de risco do BNDES.

Para efeitos práticos, o SB e o SPO são agrupados em uma só taxa (spread básico real). A política operacional a partir de 1997 designava nível especial para 15% das operações do Banco, com spread de política operacional de -1,3%. Os 85% de operações restantes, eram consideradas nível padrão, com spread de política operacional de 0,2%. A incidência dos spreads de política operacional sobre o spread básico teórico levavam a um spread básico nível padrão de 2,5% a.a. e a um spread básico nível especial de 1% a.a., como é ilustrado na Tabela 33 abaixo.

Tabela 33 – Spread Básico do BNDES (em % a.a)

	Spread básico real	Spread básico teórico	Spread de PO
Spread Básico Nível Padrão	2,5	2,3	0,2
Spread Básico Nível Especial	1,0	2,3	-1,3

Fonte: PIRES, 1997, p.38.

Dessa forma, o spread básico médio é igual ao spread básico teórico, enquanto o spread de política operacional médio é igual a zero.

Spread Básico médio = $2,5\% \times 85\% + 1,0\% \times 15\% = 2,3\% \text{ a.a.}$

Spread PO médio = $+0,2\% \times 85\% + (-1,3\%) \times 15\% = 0,0\% \text{ a.a.}$

O SR é calculado em função do risco de crédito específico de cada cliente individualmente a partir do sistema de análise de risco do BNDES. Esse sistema estabelece um rating com nove classificações para os mutuários: A+, A, A-, B+, B, B-, C+, C, e C-, onde apenas aqueles com classificação igual ou superior a B- estão habilitados a receber empréstimos do Banco. Cada nível do rating implica em um spread de risco diferente para o candidato ao empréstimo.

O SR pode variar entre 0% e 2,5% dependendo do rating conferido ao emprestador pelo modelo de risco do BNDES. Os spreads conferidos a cada classificação de risco são apresentados na Tabela 34:

Tabela 34 – Spread de Risco cobrado pelo BNDES

(em % a.a.)	
Rating	Spread de risco
A+	0,0
A	0,5
A-	1,0
B+	1,5
B	2,0
B-	2,5

Fonte: Elaboração própria a partir de Pires (1997).

Em 2002, em decorrência do expressivo aumento em seus desembolsos, a meta de spread básico do BNDES passou de 2,3% para 2,0%. A política operacional também mudou, passando a três diferentes categorias, o que, incidindo sobre o spread básico teórico gerava três diferentes níveis de spread básico real: a) 1,0% a.a., para os segmentos sociais, micro, pequena e média empresa (MPME); b) 2,0% a.a., para o financiamento de grandes empresas em regiões incentivadas, e; c) 3,0% a.a., para o financiamento de grandes empresas em regiões não incentivadas e para empresas de capital estrangeiro (que possuem mais acesso ao mercado de capitais, inclusive internacional).

Para garantir que a nova meta de rentabilidade (2%) dada pelo spread básico fosse alcançada, o BNDES necessitava equilibrar a composição de sua carteira de ativos, de forma que a média ponderada dos spreads resultasse em 2,0%. Ou seja, ao contrário do sistema anterior, que possuía proporções fixas de operações para cada categoria (já que eram apenas duas), no sistema adotado em 2002, o Banco tinha liberdade para calibrar a proporção das três diferentes categorias da política operacional no total dos financiamentos, desde que ao final, o spread básico médio fosse de 2,0%.

O sistema de rating também sofreu uma pequena alteração em 2002. As cinco faixas de risco aptas a receber financiamento foram divididas em 16 faixas. Contudo, considerando a carteira do Banco na época da mudança, o novo sistema de classificação e precificação de risco deveria resultar no mesmo valor total cobrado sob a forma de spread de risco. Ou seja, manteve-se o mesmo conservadorismo do sistema anterior no que se refere à precificação do risco.

A adoção desse tipo de análise no BNDES tem importantes consequências. Como afirmam Prado e Monteiro Filha (2005, p.194):

“Muitas empresas dentro dos setores apoiados pela política industrial do governo federal têm rating abaixo de BBB-. O papel do BNDES, diferente dos bancos comerciais que não têm essa obrigação, é contribuir para a estruturação

de setores que foram considerados estratégicos, inclusive para assegurar a competitividade da matriz produtiva futura do país. Na realidade, as definições adotadas num processo de seleção de operações com o predomínio da análise de crédito induzem ao apoio financeiro a empresas capitalizadas e de baixo nível de risco, que nem sempre são as prioritárias para as políticas públicas. Tal política frustra uma das razões básicas para a existência do BNDES: a necessidade de uma instituição pública que dê apoio financeiro a ações que possam romper com pontos de estrangulamento e promover pontos de germinação.”

Ou seja, o método de seleção de projetos utilizado pelo BNDES, que se baseia em sistemas de análise de risco típicos de bancos privados, induz o Banco a concentrar suas operações em empresas de menor risco e dificulta a execução de suas funções tradicionais de banco de desenvolvimento.

O argumento de que tais métodos são necessários para se manter a saúde financeira do BNDES não parece válido ao se observar a evolução da taxa de inadimplência de suas operações.

Tabela 35 – Evolução da taxa de inadimplência, anos selecionados

(em %)	
Ano	Inadimplência
1978	1,7
1979	0,9
1998	3,9
1999	4,0
2005	2,1

Fonte: BNDES, Relatório Anual (diversos anos).

É interessante notar que, em 1978 e 1979, época em que o método de seleção era baseado em setores e o BNDES ainda atuava como um banco de desenvolvimento, sua taxa de inadimplência era mais baixa, abaixo de 2%. Em contraposição, em 1998 e 1999, quando o método de seleção de projetos era mais rígido e baseado em relação risco/retorno apresentada pelos clientes, a taxa de inadimplência era mais alta, cerca de 4%.

Apesar da metodologia de seleção de projetos ter afetado adversamente a taxa de inadimplência, o mesmo não se observa em relação à lucratividade do ativo, cuja evolução

pode ser vista na Tabela 36. O lucro líquido sobre o ativo sobe para mais de 1% a partir de 1994, até 1998.

Tabela 36 – Lucratividade do Ativo, 1991 a 2000

Ano	Lucro Líquido/ Ativo Total
1991	-0,78%
1992	0,48%
1993	0,25%
1994	1,55%
1995	0,77%
1996	2,07%
1997	1,39%
1998	1,00%
1999	0,77%
2000	0,86%
2001	0,72%
2002	0,36%
2003	0,68%
2004	0,91%
2005	1,83%

Fonte: Elaboração própria a partir de BNDES, Relatórios Anuais.

Diante disso, surge um questionamento legítimo em relação ao BNDES: levando em consideração o seu *funding* privilegiado, ao atuar com objetivos e metodologia igual à dos bancos privados, o BNDES estaria inibindo o surgimento de mecanismos privados de financiamento de longo prazo?

A partir de 2003, com a posse da nova administração, o Banco realizou outras alterações no sistema de precificação do risco, uniformizando o SR em 1,5% para todos os clientes. O spread básico, fixado em 2,0%, foi associado aos spreads relativos à nova política operacional, diferenciando os projetos de acordo com sua localidade, o porte da empresa e o setor de atividade. O novo sistema é resumido na Tabela 37.

Tabela 37 – Modelo de 2003: Composição do Spread do BNDES, excluindo o custo do funding

(em % a.a.)

	Spread Básico + Spread de Risco	Spread de Política Operacional			Taxa mínima	Taxa máxima	Faixa de subsídio cruzado
		Porte	Setor	Local			
Micro , Pequenas e Médias Empresas	3,5	-1,0	-0,5	-1,0	1,0	2,5	De 1,0 a 2,5
Grande empresa	3,5	1,0	-0,5	-1,0	3,0	4,5	Até 0,5

Fonte: Bergamini Jr. & Giambiagi (2005, p.47).

Uma importante diferença entre o sistema adotado até 2002 e o sistema implementado em 2003 é que o primeiro realizava a precificação direta e individual do risco, enquanto no último, é precificado apenas o risco da carteira do Banco. Dessa forma, o controle do nível de risco (traduzido em seu grau de inadimplência) passou a ser feito por um rigoroso monitoramento da carteira do Banco, e não mais por meio da avaliação individual das empresas.

Além disso, o sistema adotado em 2003 implica em fortes subsídios cruzados. Nesse sistema, as empresas maiores ou aquelas atuando em localidades e setores não incentivados acabam subsidiando as operações com MPMEs e/ou em localidades ou atividades incentivadas pelo Banco.

4.3.4.2 Estrutura do Passivo

Como explicado anteriormente, a parcela referente a recursos externos na estrutura do passivo do BNDES é crescente a partir de meados da década de 1990. No passado, principalmente nos anos 1970, os recursos externos representavam uma parcela significativa do *funding* do Banco, tendo alcançado 11,34% dos recursos mobilizados entre 1973 e 1980. Naquela época, contudo, a maior parte dos recursos mobilizados no exterior decorriam de empréstimos sindicalizados e financiamentos de instituições multilaterais como o BID e o Banco

Mundial, além de empréstimos oficiais⁸⁷. Nos anos noventa, ao contrário, a maior parte era referente a títulos de dívida emitidos em mercados internacionais.

Esse movimento foi possibilitado pelo processo de liberalização financeira implementado no Brasil, que se refletiu em uma maior integração do sistema financeiro nacional com o mercado internacional de capitais. Esse processo, observado em diversos países em desenvolvimento, como Argentina e México, permitiu uma redução significativa dos obstáculos ao acesso a novos produtos financeiros internacionais, possibilitando o aumento significativo da emissão de títulos no sistema financeiro internacional por parte dos PED's (ALEM, 1997, p.7).

A partir de meados da década de 1980 e, principalmente, após a negociação da dívida em 1987, os recursos do exterior para o BNDES se reduziram drasticamente. As amortizações dos empréstimos sem a renovação das linhas de crédito levaram o saldo do Banco com o exterior a quase zero no início da década de 1990.

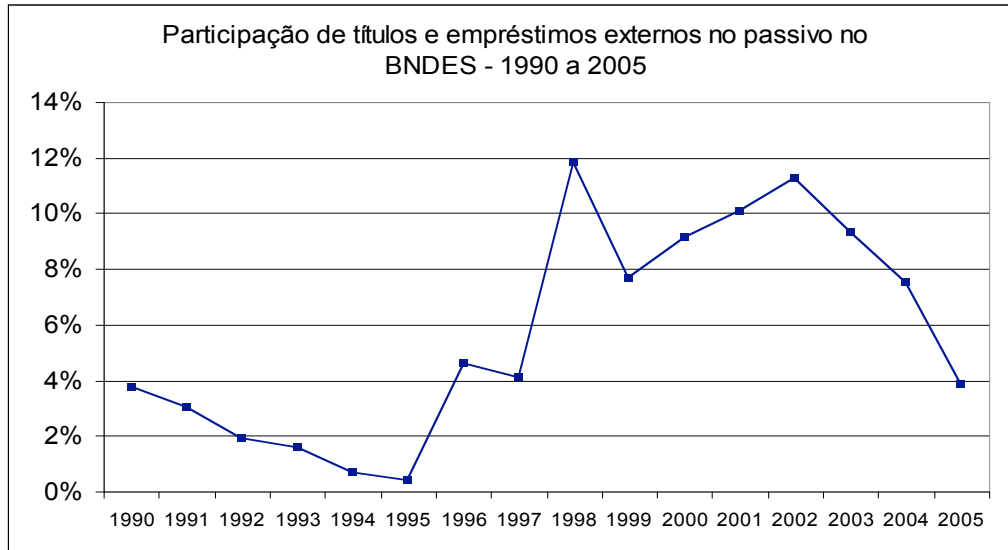
Nos anos 1990, com o movimento internacional de liberalização financeira, a captação externa por meio de títulos ganhou força em detrimento dos tradicionais empréstimos securitizados e financiamento junto a organismos multilaterais. A partir de meados da década, quando, por um lado, os fluxos de capitais para o Brasil haviam retornado e, por outro, o governo de Fernando Henrique Cardoso iniciado em 1995 havia aprofundado o paradigma neoliberal no país e no BNDES, o Banco voltou a emitir títulos no exterior.

Como pode ser observado no gráfico 5 abaixo, a participação na estrutura do passivo do BNDES de recursos externos provenientes de empréstimos bancários e, principalmente, títulos emitidos no mercado internacional aumenta rapidamente. Em 1995, esses recursos representavam apenas 0,4% do passivo do Banco. Em 1998, eles já são quase 12% do passivo do BNDES. No entanto, a crise russa, em setembro de 1998 “fechou o mercado externo para

⁸⁷ Segundo Além (td-62, p.26), os empréstimos junto a agências de governo e instituições multilaterais têm como principal característica o fato de serem vinculados a projetos ou programas específicos.

novas captações externas a custos adequados para o BNDES” (BNDES, Relatório Anual, 1998, p.30).

Gráfico 5 – Participação de títulos e empréstimos externos no passivo do BNDES, 1990 – 2005



Fonte: Elaboração própria a partir de BNDES, Relatórios Anuais (vários anos).

Segundo Além (td-62, p.27), a estratégia do BNDES na emissão de títulos no mercado internacional era a de diversificar os mercados de atuação do Banco. Em 1996, o BNDES realizou três operações de lançamento de títulos, nos mercados alemão, japonês e suíço, em um total de US\$ 890 milhões. Ainda segundo a autora:

“Para dar suporte a estas operações, o risco de crédito do BNDES foi avaliado por agências internacionais de classificação de risco como a Standard & Poor’s e a Moody’s (dos Estados Unidos) e a Japan Bond Research Institute (do Japão), que classificaram os títulos emitidos pelo BNDES com a mesma nota dada para a República do Brasil, a maior que um emissor nacional pode obter.” (ALÉM, 1997, p.27).

Ou seja, era importante para viabilizar essas captações que o BNDES tivesse uma boa percepção de risco por parte dos investidores. Ao realizar as emissões de títulos, o BNDES já era visto como uma boa opção de investimento pelos investidores, para o que contribuía o sistema privado de classificação de risco do Banco além da adequação do Banco às regras de Basileia I impostas pelo Banco Central a todos os bancos o país (as implicações dessa medida

no BNDES serão discutidas adiante). Além disso, a boa receptividade dos títulos do BNDES tinham a funcionalidade de mostrar para os investidores internacionais que o Brasil havia, em larga medida, resolvido seus problemas externos. Isto é, a captação externa do Banco tinha um efeito demonstração de que o Brasil era novamente uma opção rentável de investimento.

A vantagem dessa forma de captação é que seus créditos correspondentes são de médio/longo prazo, além de terem um custo mais baixo (ALÉM, 1997, p.7-8). Por outro lado, a captação externa imputa ao tomador dos recursos o risco cambial e aumenta o grau de vulnerabilidade da economia a crises de liquidez externa. Além disso, a maior liberdade dos fluxos de capitais faz com que os preços dos títulos no mercado secundário esteja mais suscetível à volatilidade e queda, consequentemente elevando o custo de novas emissões.

Tabela 38 – Estrutura do Passivo do BNDES, anos selecionados

	(em %)									
	1988	1989	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Passivo total _	17.892.580	276.660.267	78.598.195	86.574.293	101.140.806	114.388.074	150.989.064	151.893.421	161.872.131	174.967.226
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Obrigações no País										
Empréstimos no País	5,0	5,9	14,3	10,8	11,1	10,4	13,8	0,0	0,0	0,0
Repasses no País	2,0	1,7	0,5	0,8	1,0	0,3	1,5	16,1	15,7	15,1
Fundo PIS-Pasep	62,3	58,2	21,3	21,5	19,0	17,4	12,9	13,5	13,3	13,5
FAT			35,6	40,9	41,2	43,0	41,8	43,6	46,9	50,6
Outras Obrigações	1,8	3,6	1,3	1,1	1,5	1,7	2,0	2,0	2,2	2,7
Obrigações no Exterior										
Empréstimos no Exterior	11,2	8,8	11,8	7,7	9,2	10,1	11,2	9,3	7,5	3,8
Empréstimos Sindicalizados	ND	ND	0,4	0,6	0,8	0,5	0,6	0,0	0,2	0,0
Títulos	ND	ND	11,4	7,1	8,4	9,6	10,7	9,3	7,3	3,8
Repasses de Instituições										
Internacionais	0,0	0,0	2,1	4,4	5,4	6,5	8,6	7,1	5,6	5,2
Patrimônio Líquido	17,7	21,8	13,1	12,8	11,7	10,7	8,2	8,5	8,7	9,0

_ Em milhares de Cruzeiros em 1988 e 1989, milhares de Cruzados Novos em 1990 e milhares de Reais até o fim da série.

Fonte: Elaboração própria, a partir de BNDES, Relatório anual, vários anos.

4.3.4.3 Acordos de Basiléia

Por duas vezes já se falou brevemente dos acordos de Basiléia nesse trabalho. Cabe, no entanto, lembrar seus objetivos e medidas.

O primeiro Acordo da Basiléia (B1) estabelece regras prudenciais baseadas na exigência de coeficientes de capital próprio do banco em suas aplicações financeiras. Esses

coeficientes são ponderados pelo risco de cada operação determinado em uma lista arbitrariamente constituída pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS), formulador do Acordo. Ou seja, quanto mais arriscadas as operações realizadas pelo banco, maior o coeficiente de capital próprio exigido, o que aumenta o custo e o risco para o banco. Dessa forma, B1 tem o mérito de ser uma medida de regulação prudencial capaz de limitar a alavancagem e reduzir o risco moral dos bancos⁸⁸.

Inicialmente, B1 foi desenhado para *nivelar o campo de jogo*, ou seja, equilibrar as condições de competitividade dos bancos internacionalmente ativos (CARVALHO, 2005, p.16). Enquanto medida de regulação prudencial, contudo, o Acordo visava proteger os recursos dos depositantes do banco e mitigar, portanto, o risco sistêmico.

Ao fim da década de 1990, as crises financeiras internacionais indicavam que as regras do Acordo eram insuficientes para reduzir significativamente a vulnerabilidade do setor bancário (PRADO & MONTEIRO FILHA, 2005, p.179). Assim, o Comitê da Basileia propôs, em 1999, um novo acordo para adequação de capital dos bancos.

O novo Acordo da Basileia (B2) é um acordo de adequação de capital, tal como o primeiro acordo. O novo Acordo, no entanto, é baseado em três pilares: a) requerimentos mínimos de capital; b) supervisão externa dos sistemas internos de avaliação de risco, que determinarão o coeficiente de capital, e; c) intensiva divulgação de informações (disclosure), o que reforça os mecanismos de mercado e, teoricamente, aumenta a responsabilidade do depositante em relação à seleção da instituição financeira.

“A principal diferença entre Basileia I e o Basileia II é que o novo Acordo aumenta a ênfase na relação entre estrutura de capital e nível de risco e pretende promover uma adequada capitalização dos bancos e induzi-los a melhorara a qualidade de sua gestão de risco, o que levaria a uma estabilidade maior dos sistemas financeiros doméstico e internacional.” (PRADO & MONTEIRO FILHA, 2005, p. 182).

⁸⁸ Para ver mais sobre o Acordo da Basileia de 1988, ver Carvalho (2005).

A principal novidade de Basiléia II é que ele permite duas abordagens de definição do risco que refletem o grau de sofisticação da instituição em questão:

- a) abordagem padronizada, onde o risco de cada operação é determinado de acordo com avaliação de agências internacionais de *rating*. Adequado para bancos que operam com operações menos complexas⁸⁹.
- b) abordagem baseada em “sistemas internos de avaliação de risco” – internal ratings based (IRB) – desenvolvidos individualmente pelos próprios bancos, quando a sofisticação de suas operações e sua capacidade em desenvolver tais modelos permitir. Devem ser aprovados pelas autoridades monetárias. Disso decorre a importância dos pilares de supervisão e de *disclosure*.

Dado o porte do BNDES (além do fato de ele já possuir um sistema próprio de classificação de risco), acredita-se que ele estaria enquadrado para utilizar a abordagem do IRB, que é mais adequada para bancos de desenvolvimento, mas como argumentam Prado e Monteiro Filha (2005, p.186-187), ela também não foi desenvolvida para este tipo de instituição. Em decorrência de suas características institucionais próprias, bancos de desenvolvimento dispõem de instrumentos de mitigação do risco distintos. Segundo os autores, BD`s multilaterais como o Banco Mundial podem suspender a liberação de recursos para países ou quaisquer instituições ou empresas nesses países em caso de atraso de pagamentos. O BNDES, por sua vez, pode impedir o acesso de um devedor a qualquer financiamento público.

“[...] no caso de atrasos de pagamento superiores a 30 dias, o Banco Mundial suspende a liberação de todos os tipos de recursos para países ou quaisquer instituições e empresas nesses países; da mesma forma, o BNDES pode inscrever um devedor no Cadin [Cadastro Informativo de Créditos não Quitados

⁸⁹ O uso de agências de *rating* para a classificação do risco dos investimentos é um tema controverso. Argumenta-se que, por um lado, os PED`s serão prejudicados pelo rating naturalmente inferior conferido ao risco soberano poderá reduzir os fluxos de investimentos para esses países, os quais são justamente os que mais necessitam (GRIFFITH-JONES & SPRATT, 2001, p.1). Por outro lado, e talvez mais importante, é contestada a capacidade destas agências em prever a real capacidade de pagamento dos países antes de alterações no mercado. Experiências anteriores, como na crise asiática iniciada em 1997, mostraram que as agências de riscos podem falhar gravemente nas suas previsões, uma vez que frequentemente seguem o mercado, ao invés de direcioná-lo. Por fim, como já argumentado, a natureza conjuntural da metodologia de classificação de risco utilizada por essas agências é “pouco útil para políticas de desenvolvimento, uma vez que estas [políticas] não têm por objetivo reagir a questões conjunturais, mas promover mudanças estrutural e crescimento em prazos mais longos” (PRADO & MONTEIRO FILHA, 2005, p.185-186).

do Setor Público Federal] e impedir seu acesso a qualquer financiamento público”.

É importante ressaltar os objetivos dos acordos da Basileia. Eles, em princípio, são adotados para reduzir o risco de crises sistêmicas. As crises sistêmicas são desencadeadas, em larga medida, por causa do papel que a confiança exerce no sistema bancário. Uma vez que os bancos operam em regime de reservas fracionárias (isto é, apenas uma pequena parcela do total de depósitos à vista confiados ao banco está efetivamente disponível para saque na forma de reserva bancária, enquanto o resto é emprestado a juros), a desconfiança de que o banco não será capaz de honrar seus compromissos pode desencadear uma corrida bancária e levar o banco à falência. As características próprias dos sistemas financeiros podem fazer com que outras instituições sofram efeito contágio, levando todo o sistema bancário e, uma vez que este é responsável pela operação do sistema de pagamentos, toda a economia, à crise.

Ou seja, as regras de Basileia tem o papel de proteger o depósito do público, melhorando a percepção de risco da instituição financeira. No entanto, é importante lembrar, o BNDES não capta depósitos. O BNDES não possui depositantes privados. Seus recursos são, em sua maioria, originários de fundos de poupança compulsória (que não estão sujeitos a reduções bruscas de seu principal). Assim, os acordos da Basileia não são adequados para tratar das questões específicas da gestão de risco de um banco de desenvolvimento.

Como bem explicam Prado e Monteiro Filha (2005, p.195),

“As características institucionais do BNDES não o tornam uma fonte de preocupação para a eclosão de um risco sistêmico do setor financeiro do país. Ao contrário, seu papel como instrumento do governo pode e deve ser um fator de detecção e correção de problemas que possam levar a eles.”

Além disso, a necessidade de se dispor de regras de regulação prudencial como as dos acordos de Basileia surgiu das crises bancárias posteriores aos processos de liberalização

financeira. No entanto, as crises bancárias em PD's e PED's são de natureza essencialmente distinta (HERMANN, 2002; PRADO & MONTEIRO FILHA, 2005). Nos PED's, a partir dos anos 90, crises bancárias são, normalmente, relacionadas com a intensa volatilidade de juros e câmbio em ambientes instáveis e com mobilidade de capitais. Como afirmam Prado e Monteiro Filha (2005, p. 184):

[...] uma dimensão importante das crises financeiras [nos PED's] são os problemas de balanço de pagamentos, causados normalmente pelo comportamento da conta capital, com consequências no sistema bancário doméstico.”

Assim, as regras de adequação de capital do Comitê da Basileia são capazes de reduzir o risco de crises bancárias nos PD's, mais relacionadas ao risco de crédito e ao risco operacional, mas são pouco adequadas para esse papel nos PED's⁹⁰.

A adesão do Brasil, em 1994, ao primeiro Acordo da Basileia, e sua imposição a todos os bancos nacionais de forma indiscriminada (além da intenção do Banco Central de aderir ao novo Acordo), é uma importante questão para o BNDES. Como já foi dito, as regras de coeficientes mínimos de capital não são adequadas a bancos de desenvolvimento, uma vez que estes não captam depósitos à vista. Mas há ainda outras considerações a serem feitas.

A lógica para a existência de um banco de desenvolvimento é distinta da de um banco comercial privado. No caso do BNDES, este teve um papel histórico de fomentar a criação de novos setores na indústria brasileira, e de fornecer recursos de longo prazo a setores, empresas e projetos de maior risco e que não são atendidos pelo setor financeiro privado a contento. Ou seja, o BNDES não concorre com instituições financeiras privadas. Pelo contrário, age em complementariedade a essas. A adequação do BNDES às regras de Basileia significa aumentar os custos de um banco que, não apenas não sofre o risco de corrida bancária, como

⁹⁰ Não se pretende, neste trabalho, avaliar a eficácia dos métodos dos Acordos de Basileia para o combate do risco sistêmico, mas por ser o BNDES sediado em um país em desenvolvimento, considerou-se a questão relevante.

é o mais importante instrumento de financiamento de longo prazo a atividades alto retorno social.

Em relação à adesão do Brasil ao primeiro Acordo, deve-se dizer que o BNDES não sofreu um impacto significativo. Seu baixo grau de alavancagem financeira (ver Tabela 39) e o fato de que o Banco já havia optado pela adoção de um sistema interno de classificação de risco o colocavam em situação relativamente confortável em relação às regras de Basiléia I.

Tabela 39 – Grau de alavancagem (Patrimônio Líquido/Ativo Total)

	Alavancagem
1991	3,34
1992	3,11
1993	3,24
1994	3,22
1995	5,27
1996	4,63
1997	5,66
1998	7,83
1999	8,00
2000	8,51
2001	11,50
2002	13,29
2003	11,83
2004	11,62
2005	11,14

Fonte: Elaboração própria, a partir de BNDES, Relatório Anual (vários anos).

No entanto, cabe ressaltar que a obrigatoriedade da adequação do BNDES ao Basiléia II, que reforça os instrumentos de Basiléia I, sinaliza um entrave, ou pelo menos o aumento dos custos do Banco em executar a política industrial e em fomentar “pontos de germinação”. Ou seja, o marco regulatório que se desenha, ao tratar igualmente instituições essencialmente distintas, como um banco comercial privado e o BNDES, pode impedir que este último cumpra suas funções legais de forma eficaz.

4.4 Considerações Finais

Os anos noventa marcaram a economia brasileira pela adoção de uma estratégia de desenvolvimento distinta da que norteou o BNDES até os anos 1970. Os governos Collor e Fernando Henrique realizaram uma série de reformas econômicas, dentre as quais se destacaram o processo de privatizações, a abertura comercial e a liberalização financeira. Além disso, um bem sucedido plano de estabilização baseado em âncora cambial e que, portanto, dependia das aberturas comercial e financeira, conseguiu por fim a um explosivo processo inflacionário pelo qual passava a economia, ainda que a um alto custo em termos de crescimento econômico.

No novo modelo, baseado no mercado, o peso do Estado na economia foi drasticamente reduzido. Sob a mentalidade que norteava este modelo, o papel do BNDES também deveria passar por transformações.

Do ponto de vista do papel de agente do Estado, o BNDES continuou atuando como um importante instrumento na implementação de políticas governamentais. Contudo, o direcionamento das políticas mudou, implicando o desvio do Banco em relação ao seu papel histórico. Se antes, o BNDES era um instrumento para a materialização das metas contidas em planos e programas governamentais de desenvolvimento (MONTEIRO FILHA, 1994, p. 234), nos anos 1990, a mentalidade do governo em relação ao seu papel no fomento à indústria pode ser ilustrada pela frase, atribuída ao Ministro da Fazenda dos dois governos de Fernando Henrique Cardoso, Pedro Malan, de que “a melhor política industrial é não ter política industrial” (IEDI, 2004).

Por sua vez, o seu papel como única fonte doméstica de *funding* na economia seria colocado em cheque. Intencionava-se, com a liberalização financeira, substituir o padrão de sistema financeiro baseado no crédito público – via BNDES – por um baseado no setor privado.

Nesse caso, a continuidade das operações do Banco poderia constituir uma concorrência nociva com o setor privado. Assim, após cumprir sua tarefa na execução e financiamento do novo modelo, a utilidade do Banco possivelmente seria questionada. Contudo, ao longo do período estudado, o setor financeiro privado manteve-se concentrado em operações de curto prazo, de forma que a liberalização financeira não atingiu seu objetivo e o BNDES manteve-se como principal fonte doméstica de financiamento de longo prazo para projetos de investimento.

Não obstante, o BNDES passou por um processo de transformação. A postura do governo em relação a órgãos públicos levou o banco a, sob determinadas perspectivas, se portar como um banco de investimento privado. Isso é ilustrado especialmente pela declarada intenção de seus administradores de aumentar a participação privada em seu passivo – mas que foi prejudicada pela crise russa de 1998 – e pela adoção de métodos de seleção típicos de bancos privados, baseados na capacidade financeira do cliente, em contraposição ao método utilizado anteriormente, baseado em setores estratégicos, de acordo com as diretrizes dadas por planos de desenvolvimento. Essas transformações comprometeram a funcionalidade do BNDES ao processo de crescimento econômico e ao financiamento do investimento, o que se traduziu na baixa taxa de FBCF da economia a despeito do expressivo aumento dos desembolsos do Banco.

Conclusão

A teoria keynesiana mostra que diante de um nível de demanda agregada que torne o investimento atrativo, o que possibilita a sua concretização é a existência de financiamento adequado. Por financiamento adequado, entende-se o financiamento a prazos compatíveis com a maturação do projeto de investimento. Tendo em vista o longo prazo desses projetos, é de suma importância para o processo de crescimento econômico que o investidor seja capaz de captar recursos de longo prazo junto ao sistema financeiro.

A falta de mecanismos que disponibilizem o estoque de riqueza na forma de financiamento de longo prazo para os investidores faz com que estes recorram a métodos alternativos de financiamento, como o crédito externo e o autofinanciamento. Esses mecanismos são caracterizados por gerarem fontes de instabilidade capazes de deprimir a demanda agregada e interromper o processo de crescimento econômico.

Contudo, as características particulares do sistema financeiro e da própria economia dificultam a disponibilização espontânea de financiamento de longo prazo por parte do setor privado. Diante disso, os bancos de desenvolvimento constituíram uma eficaz solução para os sistemas financeiros de países cujos governos visavam a rápida industrialização. Por meio dessas instituições, os governos mobilizaram o estoque de riqueza financeira para o financiamento a setores e projetos de investimento estratégicos, contornando as deficiências de seus sistemas financeiros.

O Brasil é um dos exemplos típicos de países que adotaram o padrão de financiamento baseado em crédito público, em particular crédito público concedido por bancos de desenvolvimento, para financiar seu desenvolvimento econômico. O BNDES foi criado, em 1952, para financiar investimentos em infra-estrutura que, acreditava-se, constituíam

importantes gargalos para a continuidade do processo de crescimento proporcionado pela estratégia de desenvolvimento por substituição de importações.

Nas décadas de 1960 e 1970, com o crescimento do Banco e o subdesenvolvimento do sistema financeiro brasileiro (SFB), que persistiu apesar dos esforços do governo com as reformas financeiras de 1964-67, o BNDES consolidou-se como a única fonte doméstica de financiamento de longo prazo para projetos de investimento. Além de seu papel no sistema financeiro, ele foi um importante instrumento do Estado na execução dos planos de desenvolvimento que marcaram o período entre sua criação e o fim dos anos 1970.

Para possibilitar ao BNDES cumprir seu papel no sistema financeiro e na execução de políticas governamentais, e diante da carência de fontes de captação de longo prazo no país, o Estado instrumentalizou o Banco com vastas fontes de *funding*. Os recursos de longo prazo que financiaram o Banco entre os anos 50 e 80 foram, principalmente, fundos de poupança compulsória compostos por adicionais ao imposto de renda e contribuições sociais, e recursos orçamentários. Esses recursos constituíram fontes estáveis, de longo prazo e baixo custo para o BNDES.

O financiamento do forte crescimento da economia brasileira ao longo desse período, contou não apenas com o BNDES, mas também com uma significativa participação do crédito externo. Contudo, esse tipo de financiamento, como dito anteriormente, se caracteriza por criar fontes de instabilidade. Essa instabilidade se materializou em 1979 com a elevação da taxa de juros americana, que aumentou forte e abruptamente o serviço da dívida externa, levando o país a uma crise de liquidez externa que perdurou durante a maior parte dos anos 1980.

Os anos 1980 marcaram a crise do próprio modelo de desenvolvimento, baseado na ISI e na forte atuação do Estado na economia, e do padrão de financiamento que o sustentou. Esse processo, somado ao fortalecimento de ideários econômicos ortodoxos, levou o país a adotar uma nova estratégia de desenvolvimento a partir dos anos 1990.

Até os anos 80, quando o Brasil completara sua industrialização, o crescimento da economia havia sido impulsionado pelo Estado. No novo modelo, o crescimento deveria ser baseado na atuação do setor privado. Assim, uma série de reformas é implementada visando modernizar a economia nacional, alterando sua estrutura produtiva e seu padrão de financiamento.

Do ponto de vista da estrutura produtiva, o processo de privatização e a abertura comercial teriam o papel de levar a economia nacional a um outro patamar de produtividade por meio do acirramento da competição interna – possibilitado pela retirada do Estado em diversas atividades econômicas – e externa – com a abertura comercial. Além disso, as reformas liberalizantes deveriam ser capazes de desenvolver o mercado privado de financiamento de longo prazo, substituindo o modelo de financiamento da economia baseado no crédito público direcionado, tendo o BNDES como principal agente, por um modelo onde o *funding* fosse proporcionado pelo setor privado, por meio do mercado de capitais ou do crédito de longo prazo de bancos universais.

Com a implementação do Plano Real e com o início do governo do presidente Fernando Henrique Cardoso, uma nova rodada de reformas aprofundou o modelo liberal na economia brasileira.

Esse cenário de profundas transformações levou, como já foi mencionando, a algumas alterações na atuação do BNDES:

- a) em relação às atividades priorizadas pelo Banco, ganhou destaque o apoio às exportações e às privatizações.
- b) em relação à forma de seleção dos projetos, o Banco passou a adotar metodologias que enfatizam a relação risco/retorno, típicas de instituições financeiras privadas.
- c) o Banco passou a buscar fontes privadas de *funding*, principalmente no mercado internacional, evidenciando o novo posicionamento do Estado em relação ao financiamento do desenvolvimento econômico.

Essas mudanças trouxeram implicações para o Banco tanto no que se refere ao seu papel como agente do Estado, quanto no de instituição financeira responsável pela oferta de *funding* na economia.

Na década de 1990, acompanhando a dinâmica da economia e suas necessidades, o BNDES apoiou as exportações, assumindo um importante papel na promoção da competitividade da produção nacional e na reversão do déficit comercial e em transações correntes. Desde 1991, quando o FINAMEX – Programa de Financiamento às Exportações de Máquinas e Equipamentos – começou a operar, até 2003, quando responderam por 33% dos desembolsos do BNDES, os programas de financiamento da compra de produtos e serviços nacionais ganharam importância crescente no Banco. Em 2005 eles ainda foram cerca de 30% dos total de financiamentos concedido.

Nos anos 1990 o BNDES foi o principal agente do Programa Nacional de Desestatização (PND). Além de ter sido Órgão Gestor do PND, volumes expressivos de recursos foram concedidos pelo Banco para o saneamento financeiro das empresas em processo de privatização e para o financiamento da compra de empresas estatais. Deve-se estar atento ao fato de que as privatizações são operações de reestruturação patrimonial, logo, esses financiamentos além de não constituírem financiamento a investimento – pelo menos diretamente, o argumento de que o investimento será realizado pelo setor privado após a privatização é uma hipótese, algumas vezes não confirmada –, mas também diversas vezes resultaram em fechamento de postos de trabalho.

Tendo isso em vista, cabe ressaltar que a principal fonte de recursos de longo prazo do Banco, o FAT-Constitucional, exige que seus recursos sejam aplicados em Programas de Desenvolvimento Econômico, sob a lógica de que esses programas se revertam em novos postos de trabalho. Ou seja, o papel do BNDES no processo de privatização contraria a lógica de sua principal fonte de financiamento.

Assim, nos anos 1990 o BNDES continuou atuando como um importante agente do Estado na implementação de projetos de desenvolvimento. Contudo, tendo mudado o modelo de desenvolvimento, mudaram seus projetos e, conseqüentemente, a atuação do Banco. Se antes ele se ocupava da criação de novos setores industriais, nos anos 1990 ele os vendia.

Além do FAT-Constitucional, o passivo do Banco passou a conter uma parcela significativa de recursos captados no mercado de capitais. Esse fato contrasta com o empenho do Estado até os anos 1970, em prover fontes de recursos estáveis, de longo prazo e baixo custo para o BNDES. A necessidade de captar recursos junto ao mercado de capitais exigia que o Banco demonstrasse uma melhor relação risco/retorno de suas operações, para o que a mudança na metodologia de seleção de projetos era funcional.

Até o início dos anos 1980, o Banco utilizava uma metodologia setorial, visando desenvolver novos setores da economia e completar o parque industrial brasileiro, de acordo com as diretrizes materializadas nos planos de desenvolvimento, como explica Monteiro Filha (1994, p.233).

“O critério de seleção adotado pelo Banco foi setorial, mas privilegiando as empresas nacionais, cujos projetos apresentassem viabilidade econômico-financeira. O objetivo dessa seleção era o rompimento de pontos de estrangulamento na construção das cadeias de ligações interindustriais. A seleção de setores financiados era estabelecida em Planos de Desenvolvimento, traçados nos diferentes Governos [...]”.

A partir dos anos 1990, os critérios passariam a ser baseados no cliente ou mais especificamente, na capacidade financeira do cliente, a partir da relação risco retorno apresentado pelas operações.

Essa conduta afastou o BNDES de seu papel de BD. Seguindo a tendência internacional que atingia BD's ao redor do mundo, nos anos 1990 o BNDES passou a privilegiar o lucro de suas operações, e principalmente reduzir o risco de suas operações, em detrimento dos benefícios sócio-econômicos potenciais, priorizadas na estratégia de desenvolvimento anterior. Sob a lógica conservadora dos métodos de seleção de projetos baseados no cliente, as

grandes empresas e multinacionais são privilegiadas, uma vez que costumam possuir melhores condições financeiras, e a despeito do fato de essas empresas possuírem, em geral, maior acesso a crédito no setor privado nacional e internacional. Além disso, essa metodologia limita a capacidade do BNDES de financiar importantes setores sub-atendidos pelo setor privado, como os investimentos em infra-estrutura capazes de eliminar “gargalos”, ou como os investimentos em P&D e novas e pequenas empresas, capazes de gerar “pontos de germinação”.

Diante disso, o principal mecanismo de financiamento de longo prazo da economia brasileira, durante os anos noventa, atuou sob a mesma lógica das instituições do sistema financeiro privado. Esse fato, enaltecido pelos então gestores do Banco, é ilustrado pelo depoimento de Arida (*apud* BNDES, 2002), presidente do BNDES entre 1993 e 1994:

“Cuidei [...] de estabelecer *um sistema centralizado de avaliação de riscos de crédito nos mesmos moldes adotados pelas melhores instituições privadas*. Foram estabelecidos limites por tomador e normas rígidas para a exigência de garantias. A avaliação dos riscos financeiros foi institucionalizada através da criação de um Comitê de Crédito, composto de funcionários da instituição e independente dos seus demais órgãos funcionais. Nenhum projeto deveria ser financiado antes de sua aprovação pelo Comitê. “ (BNDES, 2002, p.162, grifos próprios).

Deve-se ressaltar que essas medidas foram tomadas antes da resolução do Banco Central de impor a todo o SFB e, portanto, ao BNDES, coeficientes mínimos de capital determinadas pelo primeiro Acordo da Basiléia. Ou seja, as medidas que aproximaram a conduta do BNDES da de um banco de investimento privado resultaram da **opção** de seus administradores da época e não de imposições normativas do Banco Central.

Contudo, a imposição de requerimentos mínimos de capital aos moldes dos acordos da Basiléia pelo Banco Central é inadequada enquanto marco regulatório de um banco de desenvolvimento. Estas instituições não possuem depositários e, portanto, não estão sujeitos aos riscos que essas regras pretendem evitar. Além disso, bancos de desenvolvimento frequentemente atuam no *funding* de setores que apresentam maior risco e que, por isso, não

são satisfatoriamente atendidos pelo setor privado. Dessa forma, além dos requerimentos de capital mínimo não reduzirem nenhum risco a que esteja exposto o BNDES, eles ainda prejudicam sua atuação em setores que apresentam alto retorno social.

O fato do BNDES ter sido submetido às mesmas regras dos bancos privados ilustra a visão do governo da época em relação ao Banco. Dentro da estratégia de desenvolvimento abraçada pelo governo, o Banco atuaria tal como um banco privado e, logo, deveria estar submetido ao mesmo tratamento.

A relevância dessas transformações no BNDES seria menor caso o processo de liberalização financeira tivesse logrado constituir fontes privadas de financiamento de longo prazo no país. Apesar das transformações do sistema financeiro nacional e internacional terem ampliado o crédito e fortalecido o mercado de capitais no país, o setor privado não assumiu o papel de ofertar *funding* para a economia. Diante disso, o BNDES permaneceu, ao longo da década de 1990, como a única fonte consistente de financiamento de longo prazo da economia. Ou seja, a funcionalidade do BNDES para o sistema financeiro brasileiro manteve-se, tendo em vista que na falta de mecanismos apropriados de financiamento do investimento, os investidores recorrem a mecanismos alternativos – como autofinanciamento e crédito externo – que geram fontes de instabilidade capazes de interromper o processo de crescimento econômico.

Contudo, apesar do crescimento dos seus desembolsos, a forma como atuou o BNDES nos anos 1990, como agente da privatização e sob métodos privados de seleção de projetos, comprometeu sua funcionalidade ao processo de crescimento econômico.

No período entre sua criação e o início da década de 1980 o BNDES desempenhou um papel ativo no desenvolvimento econômico brasileiro. Na década de 1990 ele, grosso modo, respondeu passivamente às transformações e necessidades da economia segundo a visão dos governos da época.

Com o início do novo governo em 2003, o processo de privatização federal foi interrompido e os métodos de seleção e precificação dos empréstimos do BNDES sofreram novas modificações. Esses fatores podem sinalizar uma mudança em relação à conduta do Banco entre 1990 e 2002. No entanto, o conhecimento da real dimensão desse processo exigirá estudos futuros.

Apêndice 1 – Investimento x Poupança

Como explica Keynes (1985, p.53), “[...] nenhum ato de investimento, por si mesmo, pode deixar de determinar o resíduo ou margem, a que chamamos de poupança, aumente numa quantidade equivalente”.

Para provar isso, vamos considerar a seguinte equação simplificada da renda:

$$Y = \frac{1}{1-c} (C + I)$$

Onde: Y representa a renda agregada;
c representa a propensão marginal a consumir;
C representa o consumo autônomo e;
I representa o investimento autônomo.

Vamos, por hora, considerar o multiplicador keynesiano $\frac{1}{1-c} = m$. Então, temos que,

$$Y_1 = m(C + I)$$

Consideremos ainda a seguinte equação de poupança:

$$S_1 = Y - (C + cY)$$

Onde: S representa a poupança agregada e;
cY representa o consumo função da renda.

Vamos supor agora que o investimento cresça num montante equivalente a X. Teremos, portanto:

$$\begin{aligned} Y_2 &= m(C + I + X) \\ &= m(C + I) + mX \\ &= Y_1 + mX \end{aligned}$$

Diante disso, a poupança será dada por:

$$\begin{aligned} S_2 &= Y_2 - (C + cY_2) \\ &= Y_1 + mX - (C + c[Y_1 + mX]) \\ &= Y_1 - (C + cY_1 + cmX) + mX \\ &= Y_1 - (C + cY_1) + mX - cmX \\ &= Y_1 - (C + cY_1) + (1-c) mX \\ &= Y_1 - (C + cY_1) + X \\ &= S_1 + X \end{aligned}$$

c.q.d.

**Apêndice 2 – Contribuição dos Desembolsos do Sistema
BNDES para o PIB e para Formação Bruta de Capital Fixo –
1952 a 2003**

Ano	Desembolsos do BNDES (R\$ milhões de 2001)	FBCF (% do PIB)	Desembolsos (% do PIB)	Desembolsos (% da FBCF)	Crescimento do PIB (em %)
1952	0,0	14,82	0,00	0,00	7,3
1953	112,6	15,06	0,10	0,69	4,7
1954	155,0	15,76	0,13	0,84	7,8
1955	228,5	13,49	0,18	1,33	8,8
1956	397,0	14,46	0,30	2,10	2,9
1957	612,0	15,04	0,44	2,89	7,7
1958	617,1	16,98	0,40	2,33	10,8
1959	644,3	17,99	0,38	2,09	9,8
1960	606,1	15,72	0,32	2,06	9,4
1961	394,9	13,11	0,19	1,48	8,6
1962	1325,8	15,51	0,61	3,94	6,6
1963	871,4	17,04	0,40	2,35	0,6
1964	692,6	14,99	0,31	2,05	3,4
1965	1242,0	14,71	0,54	3,66	2,4
1966	1391,9	15,92	0,57	3,55	6,7
1967	1424,5	16,20	0,56	3,43	4,2
1968	1224,9	18,68	0,43	2,33	9,8
1969	2251,2	19,11	0,73	3,82	9,5
1970	2626,1	18,83	0,77	4,09	10,4
1971	3439,1	19,91	0,91	4,55	11,3
1972	4839,2	20,33	1,14	5,61	11,9
1973	6021,9	20,37	1,24	6,11	14,0
1974	9782,8	21,85	1,87	8,56	8,2
1975	15287,7	23,33	2,78	11,91	5,2
1976	15781,7	22,42	2,60	11,60	10,3
1977	16665,4	21,35	2,62	12,26	4,9
1978	18022,3	22,27	2,70	12,11	5,0
1979	17712,8	23,36	2,48	10,62	6,8
1980	13874,3	23,56	1,78	7,56	9,2
1981	10895,5	24,31	1,46	6,01	-4,3
1982	13982,5	22,99	1,86	8,08	0,8
1983	16257,6	19,93	2,23	11,17	-2,9
1984	14430,1	18,90	1,87	9,92	5,4
1985	13437,5	18,01	1,62	8,99	7,8
1986	14.170	20,01	1,59	7,93	7,5
1987	15.390	23,17	1,67	7,19	3,5
1988	12.983	24,32	1,41	5,78	-0,1
1989	7.934	26,86	0,83	3,10	3,2
1990	6.281	20,66	0,69	3,33	-4,3

Continuação

Ano	Desembolsos do BNDES (R\$ milhões de 2001)	FBCF (% do PIB)	Desembolsos (% do PIB)	Desembolsos (% da FBCF)	Crescimento do PIB (em %)
1991	6.990	18,11	0,76	4,19	1,03
1992	7.524	18,42	0,82	4,45	-0,54
1993	6.734	19,28	0,70	3,63	4,92
1994	10.093	20,75	0,99	4,78	5,85
1995	12.847	20,54	1,21	5,89	4,22
1996	15.833	19,26	1,45	7,54	2,66
1997	27.030	19,86	2,40	12,09	3,27
1998	27.792	19,69	2,47	12,53	0,13
1999	23.416	19,10	2,06	10,79	0,79
2000	26.283	19,44	2,22	11,41	4,36
2001	26.251	19,47	2,19	11,23	1,31
2002	29.887	18,32	2,83	15,47	1,93
2003	25.702	17,78	2,25	12,68	0,54

Fonte: Desembolsos do BNDES: até 2001, BNDES, 50 anos de Desenvolvimento (2002); a partir de 2002, relatórios anuais do BNDES. Para FBCF/PIB: até 2000, IBGE, "Estatísticas do século XX", 2006; a partir de 2001, IBGE/SCN Anual. PIB: IBGE/SCN Anual. Para demais colunas, elaboração própria.

Referências Bibliográficas

AGHION, B. A. "Development banking". In: **Journal of Development Economics**. V. 58, p.83-100, 1999.

ALÉM, A. C. **BNDES: Papel, Desempenho e Desafios para o Futuro**. Texto para Discussão N°62. BNDES, Rio de Janeiro, 1997.

_____. **O Desempenho do BNDES no Período Recente e as Metas da Política Econômica**. Texto para Discussão N°65. BNDES, Rio de Janeiro, jul. 1998.

AMSDEN, A. H. **Asia's Next Giant**. Oxford University Press, Nova York, 1989.

_____. **The Rise of the Rest: Challenges to the West from Late-Industrialized Economies**. Oxford University Press, Nova York, 2001.

ARONOVICH, S. & FERNANDES, A. G. A Atuação do Governo no Mercado de Crédito: Experiências de IFDs em Países Desenvolvidos. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, V. 13, N. 25, p.3-34, jun. 2006.

ASIMAKOPOULOS, A. Kalecki and Keynes on finance, investment and saving, **Cambridge Journal of Economics**, 7 (3/4), set-dez. 1983.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DE DESENVOLVIMENTO (ABDE). **Financiamento do Desenvolvimento: Políticas de Financiamento de Longo Prazo, Funding e Formação da Instituições Financeiras de Desenvolvimento**. Ed. ABDE. Rio de Janeiro, 1994.

AZEVEDO, A. F. Z. & PORTUGAL, M. S. **Abertura Comercial Brasileira e Instabilidade da Demanda por Importações**. Texto para Discussão, PPGE/UFRGS, n°1997/05. Porto Alegre, 1997.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (BNDE). **Revista do BNDE**. 25 anos de BNDE: Avaliação. Rio de Janeiro, 1978.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). **BNDES, 40 years. An agent of change**. Rio de Janeiro, 1992.

_____. **BNDES, 50 Anos de Desenvolvimento**. 2002.

_____. **Relatório Anual**, vários anos.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT (BIS). Site da internet: www.bis.org/bcbs/history.htm, acessado em jun. 2006.

BATISTA, J. C. (2002). O BNDES e o Desenvolvimento Brasileiro. In: **O papel do BNDES e do Banco do Nordeste – 1952/2002**. Seminário Especial 50 Anos de Desenvolvimento, INAE – Instituto Nacional de Altos Estudos, Rio de Janeiro, set. 2002.

BERGAMINI Jr., S. Classificação de Risco: o modelo em uso no BNDES. **Revista do BNDES**, V.4, nº 8. p.71-100. Rio de Janeiro, dez. 1997.

BERGAMINI Jr., S. e GIAMBIAGI, F. A Política de Crédito do BNDES: conciliando a função de Banco de Desenvolvimento e os Cuidados com o Risco. **Revista do BNDES**, V.12, nº23. p.29-52. Rio de Janeiro, jun. 2005.

BERNARDINO, A. P. S. Fontes de Recursos e a Atuação do BNDES sob uma Perspectiva Histórica. **Revista do BNDES**, V.12, nº23, p.53-72. Rio de Janeiro, jun. 2005.

BRUCK, N. Development Banking Concepts and Theory. In: **Principles and Practices of Development Banking**, V. I, IDF/ADFIAP, 2001a.

_____. How Development Banks are Changing. In: **Principles and Practices of Development Banking**, V. I, IDF/ADFIAP, 2001b.

_____. The Role of Development Banks in the Twenty-First Century. In: **Principles and Practices of Development Banking**, V. III, IDF/ADFIAP, 2002.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. Ed. UNESP, IE-UNICAMP, 2002.

CARVALHO, F. J. C. **Sorting the issues out: The two debates (1936/1937; 1983/1986) on Keynes's finance motive revisited**. Série Textos para Discussão, nº 319, UFRJ, ago. 1994.

_____. **Keynes's Concepts of Finance and Funding, and the Structure of the Financial system**. Série Textos para Discussão, nº 344, UFRJ, set. 1995.

_____. **On Keynes's Concept of Revolving Fund of Finance**. Série Textos para Discussão, UFRJ, nº 387, mar. 1997.

_____. **The Real Stabilization Plan and the Banking Sector in Brazil**. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, nº 206, pp. 291-326, set. 1998.

_____. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos da Basileia. In: **Regulação Bancária e Financeira**, Sobreira, R. (org.). Ed. Atlas, 2005.

CARVALHO, F. J. C., PAULA, L.F.R., SICSÚ, J., SOUZA F. E. P. E STUDART, R. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Ed. Campus. Rio de Janeiro. 2001.

CASTRO, A. B. & SOUZA, F. E. **A Economia Brasileira em Marcha Forçada**. Rio de Janeiro. Ed. Paz e Terra. 1985.

CASTRO, L. B. Esperança, Frustração e Aprendizado: a História da Nova República (1985-1994). In: Giambiagi, Villela, Castro e Hermann (org.), **Economia Brasileira Contemporânea**. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2005a.

_____. Privatização, Abertura e Desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994). In: Giambiagi, Villela, Castro e Hermann (org.), **Economia Brasileira Contemporânea**. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2005b.

CATERMOL, F. BNDES-exim: 15 anos de apoio às exportações brasileiras. **Revista do BNDES**, V.12, Nº24. p.3-30. Rio de Janeiro, dez. 2005.

CHO, Y. J. & KIM, J. K. **Credit Policies and the Industrialization of Korea**. World Bank Discussion Paper. World Bank, Washington, apr. 1995.

CORPORACIÓN DE FOMENTO DE LA PRODUCCIÓN (CORFO). Site da internet: www.corfo.cl, acessado em jun. 2006.

CORREA, P. G. Desenvolvimento econômico e mercado financeiro: considerações sobre o papel dos bancos públicos e implicações normativas. In: **Revista do BNDES**, V.3, nº 5. Rio de Janeiro, jun. 1996.

DIAMOND, W. **Bancos de Fomento**. Fondo de Cultura Económica, México, 1960.

_____. Notes and Purposes and Strategies of Development Banks. In: **Principles and Practices of Development Banking**, V. I, IDF/ADFIAP, 2001.

FERREIRA, C. K. L., FREITAS, M.C.P. & SCHWARTZ, G. Formato Institucional do Sistema Monetário e Financeiro. Um Estudo Comparado. In: M. A. M. Cintra & M. C. P. Freitas (org.), **Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros**, São Paulo, FUNDAP, FAPESP, 1998.

FINANCIERA NICARAGUENSE DE INVERSIONES (FNI). Site da internet: www.fni.com.ni/quienes.html, acessado em jun. 2006.

FRY, M. J. **Money, Interest and Banking in Economic Development** (2th ed.). London: The John Hopkins University Press, 1995.

GERSCHENKRON, A. **Economic Backwardness in Historical Perspective**. Cambridge, United States: Harvard University Press, 1962.

GILL, D. B. Development Banks and the Mobilization of Financial Resources. In: **Principles and Practices of Development Banking**, V. I, IDF/ADFIAP, 2001.

GRIFFITH-JONES, S. & SPRATT, S. **Will the proposed new Basel Capital Accord have a net negative effect on developing countries?** Institute of Development Studies, University of Sussex, 2001.

HERMANN, J. **Liberalização e Crises Financeiras: O Debate Teórico e a Experiência Brasileira nos Anos 1990**. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2002a.

_____. Financial Structure and Financing Models: The Brazilian Experience over the 1964-1997 Period. **Journal of Latin American Studies**, nº 34, p.71-114. Cambridge University Press. 2002b.

_____. Reformas, Endividamento Externo e o “Milagre” Econômico (1964-1973). In: Giambiagi, Villela, Castro e Hermann (org.), **Economia Brasileira Contemporânea**. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2005a.

_____. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: o II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984). In: Giambiagi, Villela, Castro e Hermann (org.), **Economia Brasileira Contemporânea**. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2005b.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (IEDI). Política Industrial: reativando o debate. **Carta IEDI** nº134. A partir de site na internet: www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=20&infolid=866, acessado em set. 2006.

KEYNES J.M. Alternative Theories of the Rate of Interest. **The Economic Journal**, Vol. 47, N. 186, p.241-252, jun. 1937a.

_____. The ‘Ex-Ante’ Theory of the Rate of Interest. **The Economic Journal**, Vol. 47, N. 188, p.663-669, dez. 1937b.

_____. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 1985.

KONGSIRI, A. What’s a Successful Development Bank in the 1990’s? In: **Principles and Practices of Development Banking**, V. III, IDF/ADFIAP, 2002.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. **Journal of Economic Literature**, Vol. XXXV, p.688-726, jun. 1997.

MATHEW, P. M. Government and Bank Relationship. In: **Principles & Practices of Development Banking**, V. I, IDF/ADFIAP. 2001.

MINISTÉRIO DO TRABALHO E EMPREGO. Site da internet: www.mte.gov.br, acessado em set. 2006.

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

_____. **Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance**. M. E. Sharpe, Inc., New York. 1982.

MONTEIRO FILHA, D. C. **A Aplicação de Fundos Compulsórios pelo BNDES na Formação da Estrutura Setorial da Indústria: 1952 a 1989**. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 1994.

MOREIRA, M. M. A Indústria Brasileira nos Anos 90: O que já se Pode Dizer?. In: Giambiagi & Moreira. **A Economia Brasileira nos Anos 90**. BNDES, Rio de Janeiro, 1999.

MOURÃO, J. O. F. A Integração Competitiva e o Planejamento Estratégico no sistema BNDES. **Revista do BNDES**, nº2. Rio de Janeiro, dez. 1994.

NACIONAL FINANCIERA (NAFINSA). Site da internet: www.nafin.com, acessado em jun. 2006.

NAJBERG, S. **Privatização de Recursos Públicos: os empréstimos do Sistema BNDES ao setor privado nacional com correção monetária parcial**. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: PUC, 1989.

ODEDOKUN, M. O. International evidence on the effects of directed credit programmes on efficiency resource allocation in developing countries: The case of development bank lendings. **Journal of Development Economics**, V.48, p.449-460. 1996.

PEÑA, A. Principles of Development Banking. In: **Principles and Practices of Development Banking**, V. II, IDF/ADFIAP, 2001.

PINHEIRO, A. C. **A Experiência Brasileira de Privatização: o que vem a seguir?** Texto para Discussão N°87. BNDES, Rio de Janeiro, nov. 2000.

PINHEIRO, A. C., GIAMBIAGI, F. & MOREIRA, M. M. **O Brasil na Década de 90: uma transição bem sucedida?** Texto para Discussão N°91. BNDES, Rio de Janeiro, nov. 2001.

PIRES, L. S. Fundamentos da Política Financeira do BNDES. **Revista do BNDES**, V.4, nº 8, p.31-70. Rio de Janeiro, dez. 1997.

PLATTEK, M. Contribuição dos Desembolsos do BNDES para a Formação Bruta de Capital Fixo: uma análise para a década de 90. **Revista do BNDES**, V.8, nº15, p.103-124. Rio de Janeiro, jun. 2001.

PRADO, L. C. e MONTEIRO FILHA, D. O BNDES e os Acordos de Capital da Basiléia. **Revista do BNDES**, V.12, nº23, p.177-200. Rio de Janeiro, jun. 2005.

PRATES, D. M. Investimento de Portfólio no Mercado Financeiro Doméstico. In: FREITAS, M. C. P. (org.), **Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90**. FUNDAP, FAPESP, São Paulo. IPEA, Brasília. 1999.

PROCHNIK. M. Fontes de Recursos do BNDES. In: **Revista do BNDES**, nº4, dez. 1995.

RIGOLON, F. J. Z. **A Retomada do Crescimento e o Papel do BNDES**. Texto para Discussão nº41, BNDES, Rio de Janeiro, mai. 1996.

RODRIGUES, D. A. Os Investimentos no Brasil nos Anos 90: cenários setorial e regional. **Revista do BNDES**, V.7, nº13, p.107-136. Rio de Janeiro, jun. 2000.

RUISANCHEZ, J. Profitability and Development Banks. In: **Principles and Practices of Development Banking**, V. III, IDF/ADFIAP, 2002.

SECRETARIA DE COMÉRCIO EXTERIOR/MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR (SECEX/MDIC). Evolução do Comércio Exterior Brasileiro e Mundial. A partir de site na internet: www.desenvolvimento.gov.br/sitio/secex/depPlaDesComExterior/indEstatisticas/evoComExterior.php.

STIGLITZ, J. E. (1990). Governo, Mercado Financeiro e Desenvolvimento Econômico. In: **Revista Brasileira de Economia**, nº44, V.3, jul-set. 1990.

_____. **The Role of the State in Financial Markets**. The World Bank Group, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics. 1994.

STIGLITZ, J.E. & WEISS, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: **The American Economic Review**, V.71, nº3, 393-410, jun, 1981.

STUDART, R. **O papel do sistema financeiro no financiamento e funding da formação de capital na teoria keynesiana e uma ilustração através do caso brasileiro no período 1967-1976**. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, nov. 1988.

_____. **Investment Finance in Economic Development**. Ed. Routledge, London, 1995.

_____. Financial Opening and Deregulation in Brazil in the 1990s: moving towards a new pattern of development and financing? **The Quarterly Review of Economics and Finance**, V.40, nº1, p.25-44. 2000.

_____. El Estado, los mercados y el financiamiento del desarrollo. In: **Revista de la Cepal**, nº 85, abr. 2005a.

_____. O Financiamento do Desenvolvimento. In: Giambiagi, Villela, Castro e Hermann (org.), **Economia Brasileira Contemporânea**. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2005b.

TORRES FILHO, E. T. A Economia Monetária, a poupança e o financiamento do Tratado à Teoria Geral. **Revista Brasileira de Economia**, V.11, nº2 (42), abr-jun, 1991.

_____. A Reforma do Sistema FAT-BNDES: Críticas à Proposta Árida. **Revista do BNDES**, V.12, nº24, P. 31-42. Rio de Janeiro, dez. 2005.

UNITED NATIONS, DEPARTMENT OF ECONOMIC AND SOCIAL AFFAIRS (UN-DESA). **Rethinking the Role of National Development Banks**. United Nations, Financing for Development Office, Background Document. Nova York, dec. 2005.

VEIGA, P. M. & IGLESIAS, R. M. Institucionalidade da Política Brasileira de Comércio Exterior. In: Pinheiro, Markwald & Pereira (orgs.), **O Desafio das Exportações**. BNDES, Rio de Janeiro, 2002.

VIANNA, S. B., VILLELA, A. O Pós-Guerra (1945-1955). In: Giambiagi, Villela, Castro e Hermann (org.), **Economia Brasileira Contemporânea**. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2005.

VILLELA, A. Dos “Anos Dourados” de JK à Crise não Resolvida. In: Giambiagi, Villela, Castro e Hermann (org.), **Economia Brasileira Contemporânea**. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2005.

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