

# PROGRAMAS DE CRÉDITO DIRIGIDO AO SETOR INDUSTRIAL NO BRASIL E NOS PAÍSES DO LESTE DA ÁSIA: UMA ABORDAGEM POR MEIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL\*

Nilton Clóvis Machado de Araújo\*\*

Este trabalho trata dos mecanismos institucionais envolvidos nos programas de crédito dirigido implementados no Brasil, por meio do Sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), durante os anos 1970 e 1980. O texto adota a perspectiva da Nova Economia Institucional, na linha de trabalhos anteriores que analisaram programas desse tipo nos países do leste da Ásia, em particular na Coreia do Sul e no Japão. A análise do caso brasileiro indica que se buscou criar um mercado de capitais quase-interno, envolvendo Estado e setor privado, visando suprir as deficiências dos mercados de capitais privados, de forma semelhante ao que teria ocorrido nos países do leste da Ásia. O estudo sugere, no entanto, que os resultados obtidos no caso brasileiro se mostraram inferiores aos observados nestes países, no que diz respeito à capacidade do arranjo institucional criado para reduzir os problemas de informação típicos dos mercados financeiros.

## 1 INTRODUÇÃO

Os mercados financeiros são importantes por seu papel nas transferências de fundos dos agentes superavitários para os agentes deficitários, possibilitando maior eficiência nas trocas intratemporais e nas intertemporais de consumo e de investimento. Além desses papéis, tais mercados também exercem funções relevantes na geração de informação e de controle das empresas. Ao longo do tempo, muitos autores têm destacado a importância destes mercados, em particular no que se refere ao seu papel no processo de crescimento econômico.

A percepção da relevância da relação entre crescimento financeiro e crescimento econômico levou muitos governos, especialmente nos países em desenvolvimento, a intervirem diretamente nestes mercados durante o período pós-II Guerra. Intervenções diretas também ocorreram em alguns países – hoje desenvolvidos – durante o período, como no caso do Japão. Tais intervenções aconteceram em geral como parte de políticas de promoção do desenvolvimento por meio de industrialização rápida. Uma forma típica de intervenção do Estado nos

---

\* Este artigo sintetiza algumas das principais conclusões da Tese de Doutorado do autor, intitulada **Programas de apoio financeiro do estado ao setor industrial privado, através do sistema BNDES, no período pós-1964: uma abordagem através da economia da informação**, defendida em agosto de 1997 na Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

\*\* Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e professor e pesquisador da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS).

mercados financeiros com esse propósito foi os programas de crédito dirigido, utilizados como instrumentos de política industrial. Estes programas estavam voltados para o apoio de atividades consideradas prioritárias pelos formuladores das políticas industriais e, geralmente, eram implementadas por instituições financeiras estatais especiais, como os bancos de desenvolvimento.

Como justificativa teórica para essas intervenções, de modo geral, estavam os diagnósticos das teorias do desenvolvimento econômico quanto à insuficiência da poupança nos países não desenvolvidos e as conclusões derivadas da teoria microeconômica tradicional, em relação à existência de falhas de mercado. Mais recentemente, durante os anos 1980 e 1990, abordagens teóricas na linha da chamada Nova Economia Institucional têm contribuído para um melhor entendimento das intervenções do Estado nos mercados financeiros, a partir de pressupostos mais realistas a respeito do funcionamento destes mercados. Tais trabalhos analisam as conseqüências de problemas de assimetrias de informação nos mercados financeiros e a importância das instituições envolvidas nas intervenções do Estado nestes mercados, em particular nos casos de implementação de programas de crédito dirigido.

Este artigo tem como objetivo analisar a experiência brasileira em programas de crédito dirigido voltados para o setor industrial privado, implementados por meio do Sistema Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a partir da visão da Nova Economia Institucional.<sup>1</sup> A análise cobre o período pós-1964, com ênfase nas décadas de 1970 e 1980, período em que estes programas foram consideravelmente ampliados. Os programas de crédito dirigido são avaliados segundo evidências sobre os mecanismos envolvidos na alocação do crédito, tanto em nível mais amplo de política industrial, quanto no dos procedimentos adotados pelo Sistema BNDES na seleção e no monitoramento dos tomadores e no tratamento de problemas contratuais. O que se pretende analisar é a capacidade dos mecanismos relacionados à elaboração e à implementação dos programas de crédito dirigido no tratamento dos problemas de informação característicos dos mercados financeiros. Os principais resultados obtidos para o caso brasileiro são a seguir comparados com as experiências do Japão e da Coréia do Sul, países que se utilizaram amplamente de tais programas como instrumentos de políticas industriais.

---

1. O BNDE foi criado pela Lei n. 1.628, de 20 de junho de 1952, como uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda. Em 1982, passou a se chamar BNDES. Neste trabalho, será utilizado o termo Sistema BNDES para se referir ao BNDES e as suas subsidiárias.

## 2 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NOS MERCADOS FINANCEIROS

Um dos primeiros autores a destacar a importância dos mercados financeiros para o crescimento econômico foi Schumpeter (1911). Segundo esse autor, os bancos desempenham papel essencial na mobilização de crédito para a inovação tecnológica e para o desenvolvimento econômico. Para Schumpeter, a criação de crédito por essas instituições tornaria possível os investimentos dos empresários inovadores, dando origem às fases ascendentes dos ciclos de desenvolvimento econômico. O papel dos bancos também foi destacado por Gerschenkron (1962) em seus estudos históricos sobre os processos de industrialização tardia nos países da Europa Continental durante a segunda metade do século XIX. Para Gerschenkron, os bancos de investimento industrial (universais) desempenharam função fundamental na mobilização da poupança que permitiu os investimentos industriais em larga escala, caracterizando os estágios iniciais da industrialização desses países. Evidências empíricas obtidas por King e Levine (1993) e Levine e Zervos (1996) contribuem para apoiar a visão destes autores ao mostrarem forte correlação entre desenvolvimento financeiro e taxas futuras de crescimento. Tais evidências sugerem que os mercados financeiros não se comportam como meros seguidores e têm papel ativo no processo de crescimento das economias. A percepção da importância dos mercados financeiros tem estimulado o surgimento de uma grande variedade de modelos teóricos que buscam analisar de forma mais minuciosa o funcionamento destes mercados. Entre estas pesquisas, merecem destaque as abordagens teóricas mais recentes que estudam os efeitos de problemas de informação a respeito destes mercados.

Os mercados financeiros diferem fundamentalmente dos mercados de bens e de serviços tradicionais da teoria neoclássica. O fato de as transações financeiras envolverem tempo (em geral, promessas de pagamento futuro) contribui para tornar esses mercados particularmente sensíveis a problemas de assimetria de informações entre os agentes econômicos. Diversos trabalhos produzidos, a partir dos anos 1980, têm mostrado como os problemas de informação podem conduzir os diferentes segmentos dos mercados financeiros a resultados ineficientes, que limitam o papel destes mercados na economia.

Dois problemas frequentes de informação nos mercados financeiros são a seleção adversa e o risco moral. O problema de seleção adversa surge em situações em que uma das partes em uma transação dispõe *ex ante* de informações superiores a outra parte a respeito de variáveis relevantes relacionadas à transação, situação frequente nos mercados financeiros. Quando isso ocorre, haverá a tendência de que os “piores” riscos sejam selecionados. Isso pode ocorrer, por exemplo, quando os emprestadores de recursos são levados a selecionar tomadores com projetos de investimento de maior risco por conhecerem menos as caracte-

rísticas dos projetos que os empreendedores. O problema de risco moral refere-se ao risco de que uma das partes em uma transação possa mudar seu comportamento após a mesma ser contratada, de forma a prejudicar o outro agente, sem que o último possa evitar por meio de monitoramento. No caso do mercado de crédito, essa ação *ex post* pode ser a escolha por parte do tomador de um projeto envolvendo um grau de risco maior que o informado ao prestador.

Stiglitz e Weiss (1981) mostraram como problemas de seleção adversa e risco moral podem conduzir a racionamentos nos mercados de crédito, impossibilitando o financiamento de projetos de investimento, ou mesmo classes de projetos, socialmente desejáveis por meio destes mercados. Isso acontece porque, com informação assimétrica, uma elevação das taxas de juros pode contribuir para piorar o conjunto de tomadores ou induzi-lo a adotar comportamentos mais arriscados, reduzindo os retornos esperados dos prestadores. Neste contexto, prestadores maximizadores de lucros poderão limitar as taxas de juros a níveis abaixo do nível que equilibraria o mercado, gerando racionamento de crédito. Os autores ainda mostraram que variações nas garantias oferecidas pelos tomadores, apesar de produzirem efeitos positivos de incentivo, podem também gerar efeitos de seleção e de incentivos adversos que superam os primeiros, não eliminando a possibilidade de racionamento.

Williamson (1986) também demonstrou a possibilidade teórica de racionamento de crédito, segundo um modelo em que a intermediação financeira é derivada endogenamente como arranjo ótimo nos mercados financeiros. Este autor assume que os bancos desempenham o papel de monitores delegados pelos depositantes e revela que um intermediário suficientemente diversificado pode eliminar o problema do seu monitoramento pelos depositantes. Ao assumir-se que estes intermediários emprestem para projetos de investimento com distribuições de probabilidade dos retornos idênticas, Williamson mostrou que, no equilíbrio, poderá ocorrer que alguns destes projetos não recebam empréstimos, caracterizando a ocorrência de racionamento de crédito do tipo derivado por Stiglitz e Weiss (1981). No entanto, o trabalho de Williamson difere do de Stiglitz e Weiss pelo fato de assumir assimetria de informação com respeito aos resultados dos projetos, diferentemente dos problemas de risco moral e de seleção adversa analisados por estes últimos autores.

Quanto à alternativa de obtenção de recursos por meio da emissão de participação acionária, Myers e Majluf (1984) e Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984) indicaram que, sob informação assimétrica, este tipo de financiamento não é um substituto perfeito para o financiamento por empréstimos. Para estes autores, a obtenção de capital externo mediante a emissão de ações também é limitada por problemas de sinalização e de incentivo, uma vez que os administradores normalmente possuem informações superiores das perspectivas dos

projetos/firmas, em relação às disponíveis para os acionistas potenciais. No primeiro caso (sinalização), a disposição para a emissão de participação acionária pode transmitir um sinal adverso aos acionistas potenciais a respeito da qualidade da firma, fazendo que seu preço no mercado seja reduzido. Além disso, os problemas de incentivo (problemas de agência) tenderiam a se agravar quando a firma é financiada por meio de participação acionária em razão do monitoramento inferior dos acionistas sobre os administradores, no que diz respeito aos intermediários financeiros, especialmente os bancos (Stiglitz, 1985). Isto pode exigir que os custos de obtenção de recursos por meio dos mercados acionários sejam tão elevados a ponto de tornarem esta alternativa de financiamento inviável, pelo menos para determinadas firmas.<sup>2</sup> A sensibilidade dos mercados de capitais aos problemas de informação e suas conseqüências sobre o desenvolvimento destes mercados foram mostrada por Baskin (1988), que analisou os processos graduais de consolidação dos mercados acionários nos EUA e na Inglaterra entre os séculos XVIII e XX.

Nos países em desenvolvimento, especialmente nos estágios iniciais do processo de desenvolvimento, as imperfeições de informação são agravadas pelas limitações do ambiente institucional e dos arranjos institucionais existentes nessas economias. Os termos ambiente institucional e arranjo institucional são empregados, neste trabalho, nos sentidos dados por Williamson (1993). Este autor define ambiente institucional como “*the rules of the game that define the context within which economic activity takes place. The political, social and legal ground rules establish the basis for production, exchange, and distribution*” (Williamson, 1993, p. 50). Fazem parte do ambiente institucional a legislação básica relativa aos contratos e o direito de propriedade, as diversas leis e as normas que regulam as atividades econômicas, bem como as instituições envolvidas na implementação destas regras. Arranjo institucional, por sua vez, é entendido como “*the contractual relation or governance structure between economic entities that defines the way in which they co-operate and/or compete*” (Williamson, 1993, p. 50). Exemplos de arranjos institucionais são as diferentes formas de organização das atividades econômicas observadas na economia, como as firmas, os conglomerados e o próprio mercado.

Quanto aos arranjos institucionais, as economias em desenvolvimento são em geral caracterizadas pelo predomínio de empresas de pequeno e médio portes e pela inexistência de organizações difusoras de informações sobre as empresas (como agências de *credit rating* e outros mecanismos de divulgação de informações relevantes sobre as empresas). Além desses fatores, contribuiriam para agravar os problemas de racionamento o nível baixo de

2. A este propósito, Gertler (1988) cita evidências empíricas mostrando que anúncios de novas emissões tendem a ser seguidos de quedas significativas nos valores de mercado das firmas.

garantias que podem ser oferecido pelos tomadores, que limita seu uso como sinalizador da qualidade dos projetos, e a inexistência de reputações suficientemente consolidadas por parte das empresas. No que diz respeito ao ambiente institucional, as limitações da legislação básica relativa aos direitos de propriedade e aos contratos e de outros aspectos do sistema legal e da regulamentação do setor financeiro colaborariam para a ineficiência dos mercados nos países em desenvolvimento. Neste contexto, os problemas de racionamento nos mercados financeiros seriam agravados, inviabilizando a canalização de recursos para investimentos socialmente eficientes, com efeitos negativos sobre o crescimento econômico.

Conforme visto até esta parte, as abordagens que exploram os efeitos dos problemas de informação sobre o funcionamento dos mercados evidenciam a importância das instituições para o funcionamento dos mercados financeiros. Com informação assimétrica, mesmo sob condições de livre mercado, a eficiência dos mercados financeiros não depende apenas do sistema de preços, importando também a natureza do ambiente e dos arranjos institucionais existentes na economia. O papel das instituições em um contexto de informação imperfeita é também analisado na abordagem dos custos de transação de Williamson (1989). Esse autor procura explicar as instituições existentes na economia real, como firmas e outras formas de organização, pelos seus papéis na redução dos custos de transação incorridos nas atividades econômicas, em um contexto em que os agentes econômicos são caracterizados pelo oportunismo e pela racionalidade limitada. Williamson define oportunismo como “*self interest seeking with guile, to include calculated efforts to mislead, deceive, obfuscate, and otherwise confuse. Opportunism is to be distinguished from simple self-interest seeking, according to which individuals play a game with fixed rules which they reliably obey*” (Williamson, 1993, p. 56). A idéia de comportamento oportunista está diretamente relacionada aos problemas de seleção adversa e ao risco moral, focalizados nos modelos vistos anteriormente; o problema de seleção adversa tem origem na possibilidade de comportamento oportunista *ex ante* por parte dos agentes, ao omitirem informações relevantes para a transação, enquanto o problema de risco moral está relacionado ao comportamento oportunista *ex post* (Williamson, 1985).

Os custos de transação, por sua vez, estariam relacionados principalmente à elaboração e ao cumprimento de contratos. A magnitude dos custos de transação depende das características das transações quanto a incerteza, a frequência e a especificidade dos ativos envolvidos. A magnitude dos custos de transação determina a natureza do arranjo institucional (estrutura de governança) mais adequado para a realização das transações. Os arranjos podem variar desde soluções via mercado até a internalização das transações no interior de uma

mesma organização (mercado x soluções internas), passando por soluções intermediárias ou híbridas. Essa abordagem foi utilizada por Williamson (1989) para analisar a racionalidade econômica subjacente aos conglomerados com estrutura multidivisional. Segundo Williamson, tais conglomerados funcionariam como mercados de capitais internos, que possibilitariam uma alocação mais eficiente dos recursos em relação aos mecanismos de mercado. Essa análise tem servido de base para o tratamento dos mecanismos desenvolvidos nos mercados financeiros que serão vistos a seguir.

Os resultados dos modelos de informação assimétrica quanto a existência de imperfeições nos mercados financeiros oferecem, sob o ponto de vista normativo, argumentos potencialmente favoráveis a atuação direta do Estado nos mercados financeiros. Este papel seria maior nos estágios iniciais do processo de desenvolvimento, visando reduzir os efeitos das imperfeições apresentadas pelos mercados financeiros privados, especialmente nos segmentos de longo prazo. Nesses casos, conforme já visto, projetos socialmente desejáveis, especialmente os geradores de externalidades positivas de natureza tecnológica e de longa maturidade e risco elevado, podem ser racionados nos mercados privados. Neste contexto, programas de crédito dirigido, ou mesmo instituições financeiras especializadas voltadas para o fornecimento de crédito de longo prazo e participação acionária, podem ser vistos como alternativas aos mercados financeiros privados, pelo menos enquanto estes ainda não estejam suficientemente desenvolvidos.<sup>3</sup> A abordagem de Williamson, por sua vez, oferece elementos para a identificação das condições sob as quais as intervenções do Estado tendem a ser mais eficientes que os mercados privados, possibilitando a obtenção de um segundo melhor. Essas intervenções seriam eficientes se puderem se aproximar de uma solução tipo mercado de capitais interno, no qual os problemas de informação gerariam custos de transação menores que a solução de mercado. Essas duas abordagens, conjuntamente, ofereceriam uma explicação em termos de racionalidade econômica para as intervenções do Estado nos mercados financeiros e para os resultados diferenciados que têm sido obtidos pelos países que as adotaram no período pós-II Guerra. Nessa linha, diversos autores têm utilizado essas abordagens para analisar os resultados aparentemente eficientes alcançados pelos países do leste da Ásia em suas políticas de crédito dirigido como instrumento de política industrial. A seguir, são sintetizadas as principais conclusões de alguns destes trabalhos, que buscam explicar os resultados dos programas de crédito dirigido implementados no Japão e na Coreia do Sul no período pós-II Guerra.

---

3. É importante destacar que a imperfeição de mercado identificada por estes modelos não endossa uma participação permanente do Estado nos mercados financeiros, sugerindo antes sua retirada gradual à medida que surgem alternativas privadas de financiamento a longo prazo.

### 3 AS EXPERIÊNCIAS DO JAPÃO E DA CORÉIA DO SUL: AANÁLISE POR MEIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

Durante o período pós-II Guerra, observou-se o crescimento da tendência de intervenção do Estado nos mercados financeiros como instrumento de políticas de desenvolvimento rápido via industrialização. Isto ocorreu na grande maioria dos países em desenvolvimento e mesmo em alguns países hoje desenvolvidos, como no caso do Japão. Um balanço dessas intervenções, realizado no fim dos anos 1890 pelo Banco Mundial (Banco Mundial, 1989; Fry, 1988), mostrou que, em grande parte dos países em desenvolvimento, estas experiências se revelaram problemáticas, apresentando distorções, como interferência política na alocação dos recursos e elevados níveis de inadimplência, fatores que contribuíram para inviabilizar muitas instituições financeiras estatais encarregadas de implementar tais programas. Em alguns países do leste da Ásia, no entanto, destacando-se os casos da Coréia do Sul e do Japão, têm sido apresentadas evidências de que as políticas de crédito dirigido exerceram papel importante como instrumentos de política industrial, tendo contribuído para as elevadas taxas de crescimento obtidas por estas economias no período pós-II Guerra. No caso do Japão, Calomiris e Himmelberg (1993) demonstraram que programas de crédito dirigido para setores geradores de externalidades tecnológicas contribuíram significativamente para promover o investimento e o crescimento, sem deslocar o crédito privado dirigido para estes setores. No Japão, tais programas não representavam uma parcela muito elevada do crédito total ao setor industrial e sua participação foi sendo progressivamente reduzida ao longo do período pós-Guerra, à medida que os mercados financeiros privados foram se desenvolvendo (Calomiris e Himmelberg, 1993). Na Coréia do Sul, que se utilizou amplamente de programas de crédito dirigido entre os anos 1970 e 1980, estes programas teriam colaborado significativamente para os investimentos do setor exportador, responsável pelas altas taxas de crescimento da economia coreana no período pós-Guerra, segundo Vittas e Cho (1993). Essas evidências sugerem que nesses países os programas de crédito dirigido proporcionaram boa alocação do crédito, diferentemente do que ocorreu em muitos países em desenvolvimento no mesmo período. Nesta seção, são descritas algumas das principais características destes programas ao setor industrial adotados no Japão e na Coréia do Sul, destacando as explicações baseadas nas abordagens teóricas da Nova Economia Institucional para os resultados obtidos nestes países.

A partir das abordagens teóricas vistas na seção anterior, a Nova Economia Institucional destaca a importância dos arranjos institucionais existentes nos mercados financeiros para atenuar os efeitos dos problemas de informação sobre



a alocação dos recursos nestes mercados e possibilitar uma solução do tipo segundo melhor.<sup>4</sup> No caso dos programas de crédito dirigido implementados nos países do leste da Ásia, certas características dos arranjos institucionais teriam contribuído para a redução dos efeitos dos problemas de informação, como risco moral e seleção adversa. Tais problemas teriam sido atenuados graças à existência de instâncias para troca de informações, coordenação e cooperação entre Estado e setor privado nas fases de elaboração e de implementação das políticas voltadas para o setor industrial. Também a existência de mecanismos de seleção, de incentivo e de monitoramento adequados para os bancos de desenvolvimento e outras agências estatais envolvidas na implementação dos programas, bem como para as empresas tomadoras dos recursos, teria contribuído para uma alocação relativamente eficiente do crédito.

No caso da Coreia do Sul, Cho e Hellmann (1993) e Lee (1992) identificaram um arranjo institucional com características da organização interna analisada por Williamson (1989) em seu estudo sobre os conglomerados com estrutura multidivisional. Esses autores denominaram organização quase-interna o arranjo institucional envolvendo Estado e setor privado na Coreia do Sul (mercado de capitais quase-interno). Segundo os autores, as características que contribuíram para explicar o bom desempenho destes programas nesses países foram a existência de instâncias para troca de informações, de coordenação e de cooperação no processo de elaboração das políticas industriais, bem como de mecanismos de incentivo às instituições financeiras e aos instrumentos de monitoramento dos tomadores. As instituições voltadas para a elaboração da política industrial contavam com a participação dos diversos setores da sociedade (empresários privados, acadêmicos, representantes das agências estatais, etc), o que teria colaborado para proporcionar incentivos adequados aos diferentes agentes envolvidos. Além disso, o modelo de industrialização voltado para os mercados externos teria proporcionado um mecanismo de monitoramento eficiente dos tomadores, uma vez que a continuidade do crédito estava condicionada a um bom desempenho das empresas nesses mercados. A maior parte dessas características também estaria presente no caso japonês, o que explicaria a alocação do crédito de forma relativamente eficiente nos programas de crédito dirigido adotados por este país no período pós-II Guerra.

Interpretação semelhante, embora não utilizando a abordagem de Williamson, é dada por Calomiris e Himmelberg (1993) para os resultados obtidos pelos programas de crédito dirigido adotados no Japão no período

4. O termo Nova Economia Institucional tem sido empregado por diversos autores para designar as abordagens que analisam o funcionamento dos mercados sob assimetria de informação, até mesmo a teoria dos custos de transação de Oliver Williamson, derivando conclusões a respeito do papel das instituições no funcionamento dos mercados (Cho e Hellmann, 1993).

pós-II Guerra, introduzidos pelo Banco de Desenvolvimento do Japão (BDJ). No caso do Japão, esses autores destacaram a importância da credibilidade dos mecanismos envolvidos nestes programas dirigidos por essa instituição. Calomiris e Himmelberg também ressaltaram a inexistência de interferência política na alocação do crédito e a combinação de autonomia com responsabilidade do BDJ na alocação dos recursos a sua disposição. Isso explicaria a baixa taxa de perda observada nos programas de crédito dirigido implementados por meio desse banco, inferiores às taxas observadas nos bancos privados japoneses. Os autores também mostraram que o efeito de tais programas sobre o investimento industrial privado foi significativo e destacaram a importância da origem dos recursos (captados no mercado) e dos subsídios relativamente baixos oferecidos aos tomadores como fatores que também contribuíram para o seu sucesso.

#### **4 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA**

##### **4.1 Estado e mercados financeiros no Brasil no período pós-II Guerra**

A preocupação com a inexistência de fontes de recursos financeiros privados a longo prazo para financiar o investimento industrial na economia brasileira remonta a década de 1930. Neste período, o sistema financeiro brasileiro estava baseado em bancos, que operavam basicamente em curto prazo, e o mercado acionário mostrava-se pouco desenvolvido. Durante a década de 1930, verificaram-se algumas iniciativas fracassadas visando à criação de um banco de investimento com recursos privados. A preocupação com a necessidade de fontes de recursos a longo prazo para financiar o investimento acabou levando à criação de mecanismos estatais de financiamento, como a Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (Craei) do Banco do Brasil, em 1937. Em 1952, foi criado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), cuja função inicial era mobilizar e direcionar recursos financeiros para obras de infraestrutura e para a indústria básica, ambos empreendimentos estatais.

Conforme visto na primeira seção, os modelos da economia da informação ajudam a explicar as dificuldades para o desenvolvimento espontâneo de mercados financeiros privados nos países em desenvolvimento, em especial no segmento a longo prazo. No caso brasileiro, as dificuldades para o desenvolvimento de mercados de capitais privados mantiveram-se durante o período pós-II Guerra e podem ser atribuídas às limitações do ambiente institucional e à inexistência de arranjos institucionais que contribuíssem para atenuar os efeitos dos problemas de informação. A esses fatores, devem-se acrescentar os efeitos da inflação, que se mantiveram variável e em patamares elevados durante a maior parte do período pós-II Guerra. Sob

condições de inflação elevada e variável, aumentam-se a incerteza, os efeitos das assimetrias de informação e, conseqüentemente, as dificuldades dos bancos/investidores para estimarem os riscos associados aos projetos, tornando mais provável as práticas de racionamento nos mercados de crédito e de capitais. A conjugação dos problemas de informação com os efeitos da instabilidade macroeconômica, que contribuíram para reduzir ainda mais o horizonte das operações de crédito, ajudam explicar o baixo grau de desenvolvimento dos mercados de capitais durante o período.

As reformas dos mercados financeiros de 1964-1965 (Reforma Bancária e Reforma do Mercado de Capitais) buscaram, entre outros objetivos, criar um ambiente institucional favorável ao desenvolvimento dos mercados financeiros privados. Paralelamente a isso, buscou-se o controle da inflação e permitiu-se o uso de indexação nos contratos financeiros na tentativa de reduzir seus efeitos sobre os mercados financeiros. Além disso, ao longo dos anos seguintes, foram criados diversos incentivos voltados para o desenvolvimento dos mercados de capitais privados, como os Fundos 157, a regulamentação dos fundos de pensão, os incentivos fiscais e a nova Lei das Sociedades por Ações (1976), entre outros. No entanto, essas medidas não se mostraram suficientes para possibilitar o surgimento de fontes privadas de recursos a longo prazo para investimento na economia brasileira. Além disso, após um período inicial de inflação baixa, verificou-se o recrudescimento da instabilidade monetária durante os anos 1970, cujos efeitos sobre o mercado financeiro não foram neutralizados pela utilização do mecanismo da indexação, especialmente sobre o mercado de crédito a longo prazo. Apesar do desenvolvimento dos bancos de investimento verificado durante o período, suas operações estiveram concentradas no curto e médio prazos e o Sistema BNDES manteve-se como a principal fonte de recursos a longo prazo na economia brasileira.

Paralelamente às reformas, verificou-se, no período pós-1964, a intensificação dos programas de crédito dirigido como instrumento de política industrial, com a ênfase deslocando-se do setor público para o setor privado. As modalidades operacionais oferecidas pelo Sistema BNDES foram aperfeiçoadas, criando-se novos fundos e programas e ampliando-se os setores e os tipos de empresas visados. Durante os anos 1960 e 1970, especialmente durante o período de implementação do II Plano Nacional do Desenvolvimento (PND) (1974-1979), outros aperfeiçoamentos institucionais foram gradualmente adotados, paralelamente ao surgimento de novos programas de crédito dirigido implementados pelo Sistema BNDES.<sup>5</sup> Além disso, neste período, as operações do Sistema BNDES passaram a ser direcionadas de forma crescente

5. Os efeitos destes programas sobre o investimento na economia brasileira durante o período do I PND foram analisados por Suzigan (1972), que encontrou evidências positivas quanto a sua contribuição para o investimento industrial durante o período.

para o setor privado, exigindo que a participação deste setor passasse de apenas 5,8% das operações em 1964, para 83% em 1979. Outra modificação foi o crescimento significativo dos montantes aprovados em termos reais no período, conforme observando nos dados da tabela 1. Tais dados também mostram que a participação do setor industrial nas operações aprovadas pelo Sistema BNDES foi elevada durante a maior parte do período pós-1964, com destaque para os anos 1970.<sup>6</sup>

TABELA 1  
**Desembolsos e aprovações totais e aprovações para o setor industrial do sistema BNDES (1964-1979)**

(Em Cr\$ bilhões de 1991)

Anos	Todos os setores		Setor industrial	
	Aprovações	Desembolsos	Aprovações	% das aprovações
1964	365	267	291	79,7
1965	762	480	732	96,1
1966	849	538	734	86,5
1967	920	551	628	68,3
1968	1.229	473	638	51,9
1969	1.118	869	685	61,3
1970	1.240	1.012	770	62,1
1971	1.855	1.326	1.343	72,4
1972	2.310	1.866	1.619	70,1
1973	3.211	2.322	2.351	73,2
1974	6.911	3.772	4.954	71,7
1975	9.426	5.897	7.014	74,4
1976	12.328	6.093	9.982	81,0
1977	5.918	6.443	4.445	75,1
1978	14.436	6.967	5.652	39,2
1979	8.311	6.837	5.526	66,5

Fonte: BNDES, 40 anos: um agente de mudanças, 1992.

Os dados da tabela 1 evidenciam que durante os anos 1970, especialmente no período do II PND (1974-1979), os programas de crédito dirigido implementados por meio do Sistema BNDES atingiram seu ponto máximo. Este período foi caracterizado pela existência de uma política industrial ativa, que definia claramente os setores a serem apoiados por meio de incentivos fiscais e de creditícios. Caracteriza também este período a existência de um conjunto de agências estatais atuando de forma relativamente integrada na elaboração e na implementação dessas políticas. A partir do fim dos anos 1970, as condições para implementação de políticas industriais modificaram-se dras-

6. Os dados disponíveis não permitem a separação entre as aprovações e os desembolsos direcionados ao setor industrial privado e às atividades industriais estatais. No entanto, outros dados revelam que a participação do setor privado nas operações do Sistema BNDES foi crescente ao longo do período, chegando a 83% do total aprovado em 1979 (Araújo, 1997).

ticamente, em razão da crise financeira do Estado e do estancamento do fluxo de recursos externos, situação que se agravou uma década depois.

Nos anos 1980, verificou-se a falta de uma política industrial efetiva, paralelamente à manutenção do aparato institucional montado ao longo das décadas anteriores para a implementação destas políticas. Durante esse período, a preocupação principal das políticas econômicas voltou-se para a solução dos problemas macroeconômicos de curto prazo, em especial para a busca de estabilidade monetária. Tais políticas produziram efeitos recessivos na economia no início da década, que se refletiram nos programas de crédito dirigido. Foi um período caracterizado pela inadimplência de muitas das empresas apoiadas durante o II PND e por iniciativas, visando ao salvamento destas empresas, por meio de operações de saneamento financeiro, práticas que serão vistas com mais detalhes na próxima seção deste trabalho, na qual o papel do Sistema BNDES nestes programas será analisado. A tabela 2 a seguir mostra a evolução das aprovações e dos desembolsos do Sistema BNDES no período 1980-1992, para todos os setores e, especificamente, para o setor industrial.

TABELA 2  
**Aprovações e desembolsos totais e para o setor industrial do sistema BNDES (1980-1992)**

(Em Cr\$ bilhões de 1991)

Ano	Todos os setores		Setor industrial			
	Aprovações	Desembolsos	Aprovações	% Total	Desembolsos	% Total
1980	9.338	5.308	4.685	50,2	3.548	66,8
1981	10.418	4.210	5.774	53,4	2.852	67,7
1982	5.768	5.403	3.081	53,4	3.328	61,6
1983	6.287	6.282	2.788	44,3	3.348	53,3
1984	6.876	5.576	2.970	43,2	2.879	51,6
1985	5.430	5.192	2.604	48,0	2.388	46,0
1986	6.404	5.475	4.160	65,0	3.080	56,3
1987	8.289	5.947	4.591	55,4	3.254	54,7
1988	7.524	5.017	4.779	65,9	3.151	62,8
1989	4.523	3.066	3.359	74,3	2.038	66,5
1990	2.442	2.427	1.756	71,9	1.828	75,3
1991	3.383	2.701	2.119	62,6	1.814	67,2
1992	4.450	2.907	2.309	51,9	1.441	49,6

Fontes: BNDES, 40 anos: um agente de mudanças, 1992; e BNDES, Relatório de atividades, 1992.

Os dados da tabela 2 revelam que as aprovações e os desembolsos do Sistema, e, em particular, as aprovações para o setor industrial, apresentam uma forte tendência de declínio no período 1980-1992, refletindo as limitações de recursos e as dificuldades enfrentadas pela economia brasileira durante o período. Além disso, a importância relativa do setor industrial nas operações

do Sistema decresceu ao longo do período, embora ainda continuasse a representar uma parcela significativa das aprovações e desembolsos do Sistema no início da década de 1990.<sup>7</sup>

Constatou-se que, ao longo do período pós-II Guerra, o Estado brasileiro interveio nos mercados financeiros por meio da criação de instituições financeiras especiais e de programas de crédito dirigido utilizados como instrumentos de política industrial, destacando-se o Sistema BNDES e seus fundos e programas. Essa instituição fazia parte de um conjunto de mecanismos institucionais voltados para a elaboração e para implementação dessas políticas, mecanismos que foram crescendo e tornando-se mais complexos ao longo do período pós-1964, especialmente durante os anos 1970. A partir do fim desta década e durante os anos 1980, com o aumento da inflação e da crise financeira do Estado, ocorreu uma mudança drástica nas prioridades da política econômica, que passou da busca do crescimento a longo prazo para a busca da estabilidade monetária a curto prazo. No entanto, mesmo nesse último período, o conjunto de instituições criadas ao longo das décadas anteriores foi em grande parte mantido, bem como os instrumentos de crédito dirigido a cargo do Sistema BNDES anteriormente criados. A seguir, esses mecanismos institucionais serão analisados com maiores detalhes no que diz respeito a sua racionalidade econômica, já em particular quanto aos incentivos fornecidos aos agentes envolvidos, para posterior comparação com os programas implementados nos países do leste da Ásia já apresentados.

#### **4.2 Arranjo institucional nos programas de crédito dirigido implementados pelo Sistema BNDES**

Nesta seção, buscam-se analisar os programas de crédito dirigido implementados no Brasil como um mercado de capitais quase-interno envolvendo Estado e setor privado, na linha dos trabalhos, citados anteriormente, que tratam dos casos do Japão e da Coreia do Sul. Posteriormente, na seção 4, o caso brasileiro será comparado com as experiências desses países. Na análise do caso brasileiro, adotaram-se duas perspectivas. A primeira contempla uma análise sumária dos mecanismos institucionais envolvidos na elaboração e na implementação das políticas voltadas para o setor industrial, no qual tais programas estavam inseridos. A segunda focaliza a implementação destes programas, por meio da análise de evidências a respeito das práticas efetivamente adotadas pelo Sistema BNDES em suas relações com os tomadores industriais

---

7. Outra mudança importante ocorrida a partir de 1965 foi a ênfase crescente no setor privado, em detrimento do setor público, nas aprovações do Sistema BNDES. A participação do setor privado nas aprovações, que era apenas 5,8% em 1964, chegou a 87% das aprovações totais do Sistema em 1978. Durante a primeira metade dos anos 1980, as aprovações para o setor privado perdem importância relativa, recuperando-se na segunda metade da década. Os dados disponíveis nos relatórios não permitem a separação das aprovações e dos desembolsos entre indústria privada e indústria estatal.

privados. A partir destas evidências, pretende-se avaliar a capacidade do arranjo institucional envolvido nestes programas para tratar daqueles de informação, característicos dos mercados financeiros.

Quando se analisa os mecanismos institucionais envolvidos nas políticas voltadas para o setor industrial no período estudado, uma primeira constatação diz respeito à pequena participação formal do setor privado nas instâncias relacionadas à elaboração destas políticas. Durante o governo Médici (I PND), a principal agência coordenadora da política industrial foi o Conselho Monetário Nacional (CMN), que contava com apenas dois representantes do setor privado.<sup>8</sup> No período de implementação do II PND, durante o governo Geisel, foi criado o Conselho de Desenvolvimento Econômico (CDE), que substituiu o CMN como instância máxima na formulação da política industrial. Esse Conselho não contava com representantes do setor privado entre os seus membros. Outra agência importante na elaboração e na implantação da política industrial a partir do fim dos anos 1960 foi o Conselho de Desenvolvimento Industrial (CDI), cujas funções eram a concessão de incentivos fiscais e a participação na elaboração e na coordenação da política industrial, que contava com alguma participação do setor privado.

As evidências sugerem que, pelo menos em nível formal, as instâncias para troca de informações, de coordenação e de cooperação entre Estado e setor privado foram limitadas durante os períodos de elaboração e de implementação dos I e II PND, em especial durante o II PND. Além disso, existem evidências de que as próprias agências estatais envolvidas na formulação e na implementação das políticas para o setor industrial deixaram a desejar quanto à coordenação de suas ações. Segundo Suzigan (1978), foi freqüente a existência de problemas de coordenação entre o CDI e o BNDES durante o período. Neste contexto, teria predominado o uso de meios informais de interação, envolvendo diretamente as agências governamentais e os agentes econômicos privados, sem a intermediação de agências coordenadoras com participação ampla dos diferentes segmentos do setor privado. Essa forma de interação foi chamada de negociação compartimentalizada entre Estado e setor privado.<sup>9</sup> Esses arranjos de natureza informal podem ter dado margem a práticas de influência dos agentes privados sobre as agências governamentais. Mesmo sem evidências fortes a respeito de práticas dessa natureza, pode-se afirmar que um arranjo desse tipo tende a se

---

8. Além dessa representação formal, havia também meios informais mediante os quais o setor privado podia exercer influência sobre as decisões do CMN. A partir de 1969, o presidente do CMN podia convidar outros representantes das classes empresariais para participarem das reuniões do Conselho. Além disso, os ministros e outros representantes do governo no Conselho podiam, por meio de contatos prévios com membros individuais ou grupos do setor privado ligados às suas atividades, levar suas demandas à apreciação do Conselho (Diniz e Lima Júnior, 1986).

9. Najberg (1989) ilustra a natureza dessas relações, relatos sobre contatos diretos entre figuras do alto escalão do governo com empresários privados sugerindo a realização de determinados investimentos e garantindo financiamento do BNDES para a implementação desses investimentos.

mostrar mais propensão à influência de grupos que um arranjo no qual as políticas são elaboradas e implementadas de forma mais transparente, com todas as partes envolvidas conhecendo as regras do jogo, conforme teria ocorrido nos casos do Japão e da Coreia do Sul.

Durante os anos 1980, verificou-se a manutenção de praticamente todo o aparato institucional voltado para a implementação de políticas industriais, criado ao longo das décadas anteriores, paralelamente a um baixo nível de implementação efetiva de políticas de desenvolvimento. Neste período, o Estado assumiu uma postura passiva no que diz respeito ao planejamento de longo prazo, tendo a preocupação dos formuladores de políticas se concentrado nos problemas macroeconômicos de curto prazo, em particular o combate à inflação. Essa situação contribuiu para acentuar o caráter fragmentário das relações entre o setor industrial privado e as organizações estatais envolvidas na implementação de políticas, cuja existência foi preservada. A inexistência de diretrizes de longo prazo, paralelamente à manutenção de relações estreitas entre segmentos do empresariado e as agências estatais, pode ter contribuído para estimular as atividades de influência dos grupos privados sobre essas agências durante o período.

Em relação aos programas de crédito dirigido implementados pelo Sistema BNDES entre o início dos anos 1970 e o início dos anos 1980, uma primeira constatação diz respeito ao grau considerável de concentração das operações aprovadas, tanto em nível de empresas quanto de grupos econômicos. As tabelas 3 e 4 seguintes mostram que as aprovações foram relativamente concentradas em nível de empresa. No período 1970-1982, as oito empresas privadas com maiores montantes aprovados tiveram um mínimo de 37,0% (1979) e um máximo de 89,9% (1981) do total aprovado para a indústria privada.<sup>10</sup>

No período 1983-1992, a concentração nas oito empresas que tiveram os maiores montantes de crédito aprovado variou de 33,6% (1987) a 67,0% (1988) do total do crédito aprovado para a indústria privada, conforme mostra a tabela 4.

Quando é adotada a visão de grupos empresariais, verifica-se que houve crescimento da concentração durante o segundo período. Os oito maiores grupos tiveram, no período 1974-1982, 19,4% do total do crédito aprovado, enquanto que, no período 1983-1992, o percentual subiu para 28,4%.

10. A análise desta seção foi baseada em uma amostra de empresas industriais privadas que tiveram pedidos de apoio financeiro aprovados nas modalidades BNDES-Diretas, Financiamento de Máquinas e Equipamentos (Finame)-Especial e operações do BNDES Participações (BNDESPAR) até 1981, Ibramec+Financiamento e Participações S.A.+Investimentos Brasileiros S.A. – durante o período. Os dados foram divididos em dois subperíodos (1970-1982 e 1983-1992).



TABELA 3  
Concentração das aprovações por empresa (1970-1982)\*

Ano	Quatro empresas (%)		Oito empresas (%)		Número de empresas privadas
	Do total indústria	Do total da ind. privada	Do total da indústria	Do total da ind. privada	
1970	36,3	65,3	44,3	79,6	20
1971	28,8	57,6	36,8	73,5	32
1972	43,3	57,9	60,7	81,2	28
1973	25,1	39,9	40,1	62,7	35
1974	27,8	51,5	33,5	62,0	78
1975	24,9	34,0	36,0	49,1	128
1976	15,1	25,3	22,4	37,5	161
1977	5,8	28,2	8,2	40,4	80
1978	6,4	26,9	9,7	40,7	94
1979	10,4	24,5	15,7	37,0	163
1980	15,4	43,6	19,1	54,1	159
1981	59,1	84,2	63,1	89,9	158
1982	17,5	46,0	23,1	60,9	131

Fonte: BNDES, Relatórios das atividades, 1970-1982.

Obs.: \*Até 1973, apenas operações diretas. Entre 1974 e 1978, operações diretas e operações Embramec, Fibase e Ibrasa. partir de 1979, operações diretas, operações Embramec, Fibase e Ibrasa e operações Finame Programa Especial.

TABELA 4  
Concentração das aprovações por empresa (1983-1992)\*

Ano	Quatro empresas (%)		Oito empresas (%)		Número de empresas privadas
	Do total da indústria	Do total da ind. privada	Do total da indústria	Do total da ind. privada	
1983	34,8	52,6	42,2	63,9	152
1984	25,8	49,2	32,7	62,4	138
1985	11,0	29,7	15,9	42,8	109
1986	15,2	30,2	23,3	46,4	137
1987	17,7	22,2	26,9	33,6	131
1988	46,2	59,2	52,3	67,0	147
1989	42,4	44,9	58,6	62,1	149
1990	37,3	37,9	58,7	59,5	127
1991	40,7	42,2	57,9	60,0	130
1992	49,4	50,1	63,7	64,6	140

Fontes: BNDES, Relatórios das atividades, 1983-1992; e Área de planejamento do BNDES (1995).

Obs.: \*Inclui operações BNDES-Diretas, Finame – Programa Especial e BNDESPAR.

Pode-se interpretar as evidências quanto à concentração do crédito em relativamente poucas empresas/grupos como uma busca de obtenção de economias de escala características dos investimentos privados em bens de capital e insumos básicos, considerados prioritários durante o II PND. Entretanto, a excessiva concentração dos recursos, conjuntamente com a adoção de um modelo baseado na substituição de importações, que protegeu as empresas brasileiras da concorrência externa, acabou contribuindo para o aumento do

poder de mercado das empresas apoiadas, para a existência de incentivos fracos para melhorar sua competitividade e, em última instância, para o esgotamento do modelo durante os anos 1980. Além disso, do ponto de vista dos incentivos, o modelo baseado na substituição de importações privou o Estado de um mecanismo eficiente de monitoramento das empresas beneficiadas pelos programas de crédito dirigido, ao contrário do que ocorreu na Coréia do Sul, onde se utilizou como condição para o acesso continuado aos programas de crédito dirigido o bom desempenho das empresas beneficiadas nos mercados internacionais.

TABELA 5  
Participações dos quatro e oito primeiros grupos nas aprovações para o setor industrial (1974-1982 e 1983-1992)

Subperíodos	Quatro grupos (%)		Oito grupos (%)	
	Total indústria	Indústria privada	Total indústria	Indústria privada
1974-1982 <sup>1</sup>	7,9	14,4	10,6	19,4
1983-1992 <sup>2</sup>	14,3	19,4	20,9	28,4

Fontes: BNDES, Relatórios das atividades, 1974-1982; BNDES, Área de planejamento (1995); e Quem é Quem, 1974-1992.

Notas: <sup>1</sup> Identificados 121 diferentes grupos.

<sup>2</sup> Identificados 189 diferentes grupos.

Um aspecto importante na análise do arranjo institucional adotado diz respeito à credibilidade dos mecanismos utilizados. Pode-se ter uma idéia da credibilidade desses mecanismos por meio da confrontação das regras formais que regulavam as relações entre o Sistema BNDES e os agentes privados com as práticas efetivamente adotadas *ex post*. As normas relativas às operações de crédito do Sistema BNDES eram bastante rigorosas e tratavam de questões relacionadas com a seleção e com o monitoramento dos tomadores, percentual máximo a ser financiado, montante das garantias, restrições ao comportamento dos tomadores após a contratação das operações (*covenants*) e penalidades nos casos de não-cumprimento dos contratos, entre outras. Duas informações importantes na confrontação entre regras formais e práticas adotadas são as evidências quanto ao acesso continuado ao crédito do Sistema e ao recebimento de financiamento em percentuais superiores aos previstos nas normas. As normas do Sistema previam um financiamento de, no máximo, 60% do total do investimento. No entanto, na realidade, utilizou-se muito freqüentemente a aprovação de diversas modalidades de operação para uma mesma empresa, como forma de conceder percentuais de financiamento superiores ao limite fixado. A tabela 6 mostra que muitas empresas tiveram número elevado de operações aprovadas no período 1974-1992, algumas chegando a ter dez ou mais operações.

TABELA 6

**Acesso continuado ao crédito nas operações do sistema BNDES (1974-1992)\***

(Montante aprovado em Cr\$ bilhões de dezembro de 1992)

Nº de operações aprovadas	Número de empresas	Número de aprovações	% Total de operações	Montante aprovado	% Montante aprovado
1	616	616	22,4	38.422	10,6
2	218	436	15,9	56.988	15,8
3	122	366	13,3	41.640	1,5
4-6	134	635	23,2	84.990	23,5
7-9	38	295	10,7	55.451	15,3
10-12	26	277	10,1	39.741	11,0
13-15	3	43	1,5	3.904	1,1
16-18	2	34	1,3	9.291	2,6
19-21	2	42	1,5	31.358	8,7
<b>Total</b>	<b>1.161</b>	<b>2.744</b>	<b>100,0</b>	<b>361.785</b>	<b>100,0</b>

Fonte: BNDES, Relatórios das atividades, 1974-1992.

Obs.: \*Inclui operações BNDES-Diretas, Finame – Programa Especial e BNDESPAR.

Os dados obtidos quanto ao tratamento dos problemas contratuais (inadimplência, etc.) também sugerem que, pelo menos em certos períodos, os mecanismos adotados não forneceram os incentivos adequados aos tomadores dos recursos. A tabela 7 seguinte mostra a evolução da inadimplência nas operações do BNDES no período 1978 a 1985. Verifica-se que a inadimplência cresceu no início dos anos 1980, período no qual a economia apresentou baixo desempenho. Outro dado que se pode extrair da observação desta tabela é a pouca utilização do recurso de cobrança judicial para resolver os problemas de inadimplência do Sistema, sugerindo a preferência por soluções negociadas, o que é corroborado por outras evidências que serão apresentadas a seguir.

TABELA 7

**Inadimplência total no BNDES (1978-1985)**

Anos <sup>1</sup>	Inadimplência <sup>2</sup> (% do saldo devedor)	Cobrança judicial <sup>3</sup> (% do saldo devedor)	Número de empresas inadimplentes
1978	8,2	1,7	-
1979	4,5	0,9	-
1980	3,8	1,3	-
1981	13,5	-	135
1982	13,0	-	179
1983	16,0	-	172
1984	5,0	-	-
1985	6,5	-	162

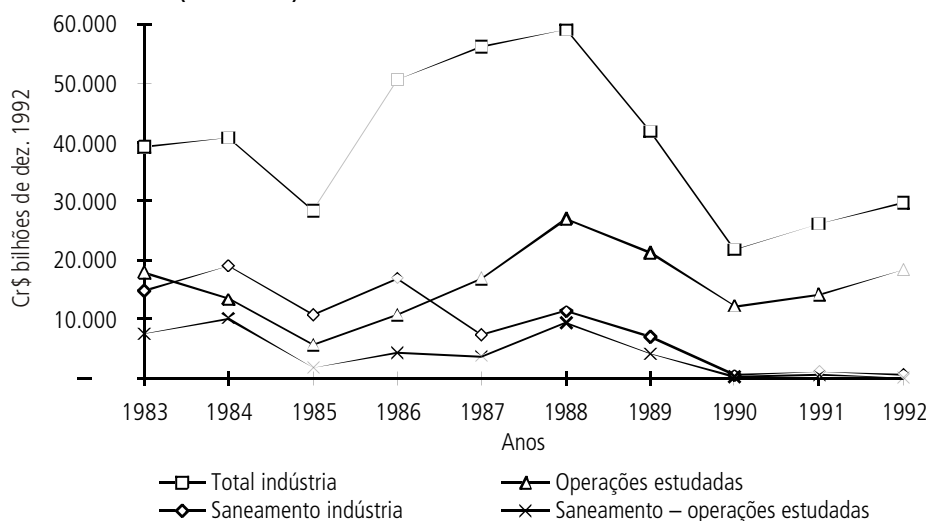
Fonte: BNDES, Relatórios das atividades, 1978-1985.

Notas: <sup>1</sup> Posição em 31 de dezembro de cada ano.<sup>2</sup> Inadimplência = (saldos em cobrança simples + saldos cobrança judicial)/saldo devedor da carteira.<sup>3</sup> Cobrança judicial = (créditos em cobrança judicial)/saldo devedor da carteira.

Os dados da tabela 7 mostram que, a partir de 1984, a inadimplência caiu. No entanto, essa queda não significou uma melhora na situação, tendo sido antes causada pela adoção de medidas de salvamento das empresas inadimplentes, por meio de operações de “saneamento financeiro” e de transformações de dívidas em participações acionárias do BNDES ou do BNDS Participações S.A. (BNDESPAR) nas empresas. Conforme observado no gráfico 1, as operações de saneamento financeiro envolveram montantes elevados e representaram um percentual elevado total aprovado pelo Sistema BNDES durante o período. Além disso, verifica-se que a maioria das empresas beneficiadas com recursos na década de 1970 foram alvo de operações de saneamento financeiro durante os anos 1980 (Araújo, 1997). As evidências quanto ao montante de recursos envolvidos nessas operações e quanto aos critérios utilizados em suas aprovações indicam que não houve uma preocupação com uma análise mais rigorosa das situações específicas de cada uma das empresas apoiadas como operações de saneamento financeiro, predominando a visão de que as dificuldades das empresas derivavam do ambiente macroeconômico desfavorável predominante durante os anos 1980.

GRÁFICO 1

**Aprovações totais e para saneamento financeiro – total da indústria e operações estudadas (1983-1992)**



Fonte: BNDES, Relatório de atividades (1983-1992).

A situação de inadimplência elevada voltou a se repetir no início dos anos 1990, conforme mostra a tabela 8 a seguir. Nesse período, ocorreram mudanças organizacionais no BNDES, que alteraram os processos de seleção, de

monitoramento e de tratamento de problemas contratuais e que contribuíram para melhorar a credibilidade dos mecanismos envolvidos nestes processos.

TABELA 8  
**Inadimplência total, privada e pública junto ao sistema BNDES (1990-1992)**

(Posição em 31 de dezembro de cada ano – valores em US\$ milhões na data)

Ano	Inadimplência total do sistema <sup>1</sup>		Inadimplência setor privado		Inadimplência setor público	
	Valor	% da carteira	Valor	% do total sist.	Valor	% do total sist.
1990	1.790	-	481	27	1.308	73
1991	3.258	20,0	977	30	3.281	70
1992	3.301	18,7	1.056	32	2.245	68

Fonte: BNDES, Área de crédito, 1995.

Nota: <sup>1</sup> Inadimplência = Estoque dos créditos vencidos há mais de 45 dias.

As mudanças nos processos de alocação de crédito e de tratamento dos problemas contratuais se refletiram no percentual da inadimplência tratada em nível judicial, conforme mostra a tabela 9. Verifica-se que o percentual de inadimplência em solução judicial aumentou significativamente em relação ao início dos anos 1980, refletindo a postura mais rigorosa do Sistema no tratamento dos problemas contratuais.

TABELA 9  
**Soluções dadas para a inadimplência (1991-1992)**

(Valores em US\$ milhões de 31 de dezembro de cada ano)

Ano	Total inadimplência	Em negociação		Em solução judicial	
		Valor	%	Valor	%
1991	3.258	1.857	57	1.401	43
1992	3.301	1.981	60	1.320	40

Fonte: BNDES, Área de crédito, 1995.

Finalmente, a origem dos recursos e o grau de subsídio nos programas de crédito dirigido são elementos importantes na análise dos incentivos das instituições financeiras alocadoras e dos tomadores destes recursos. No que diz respeito à origem dos recursos, verifica-se que, até o fim dos anos 1960, predominaram os recursos de origem orçamentária, que tinham custo zero para o Sistema BNDES. A partir de 1974, os recursos provenientes dos programas de poupança forçada, em particular do Programa de Integração Social (PIS)/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep), e os recursos externos passaram a assumir importância crescente. Os recursos do PIS/Pasep, que eram os mais importantes no período, embora remunerados, não envolviam risco para o Sistema BNDES até 1982. Apenas a partir de 1983, o risco nas operações com recursos do PIS/Pasep passaram a ser assumidos pelo BNDES. Observa-se, portanto, que durante o período de maior in-

tensidade dos programas de crédito dirigido, o Sistema BNDES dispunha de incentivos fracos para uma alocação eficiente dos recursos a sua disposição.

Em relação às condições de empréstimo, constata-se que no período entre 1974 e o fim dos anos 1970, período caracterizado pela liberação de montantes elevados de recursos, as condições de empréstimo foram bastante generosas para as empresas tomadoras. Em novembro de 1974, a correção monetária dos empréstimos foi pré-fixada em 20% a.a., sendo estabelecido que a diferença entre a correção real e a pré-fixada seria refinanciada no fim do contrato. No entanto, isso não ocorreu e os tomadores foram dispensados do pagamento dessa diferença. Embora, ao longo dos anos seguintes, diversos decretos tenham alterado o alcance dessa fonte de subsídio, ela continuou atingindo um volume considerável dos programas de crédito dirigido do Sistema BNDES até sua redução, em 1979, com a adoção de uma correção monetária igual a 70% da variação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN).<sup>11</sup> Najberg (1989) estimou em mais de US\$ 3,2 bilhões (dólar de janeiro de 1989) o montante de subsídio recebido pelo setor privado nacional ao longo do período 1975-1987, por conta da adoção da correção monetária parcial nos contratos.

As tabelas 10, 11 e 12 permitem uma análise mais detalhada das fontes dos recursos empregados pelo sistema BNDES ao longo do período pós-1964. Como destacado anteriormente, a natureza dos recursos utilizados nos programas de crédito dirigido – no que diz respeito à remuneração destes recursos e ao risco assumido pelas instituições financeiras – exerce efeitos sobre os incentivos das instituições financeiras para selecionar e monitorar adequadamente seus tomadores. Além disso, dependendo da forma como são financiados, esses programas podem contribuir para a geração de instabilidade macroeconômica. Uma grande dependência de recursos governamentais pode ser fonte de pressões inflacionárias, se estes recursos forem financiados por meio de emissões de moeda. Isso, além de contribuir para deteriorar o ambiente macroeconômico e dificultar o desenvolvimento dos mercados de capitais privados, tende a provocar distorções nos incentivos envolvidos nos programas de crédito dirigido.

11. A resolução nº 458/74 do BNDE, de 12 de dezembro de 1974 previa a pré-fixação da correção em 20% a.a. em todas as modalidades de apoio financeiro oferecidas pelo BNDE, com a diferença entre os 20% e a variação integral devendo ser refinanciada no fim do contrato. O Decreto-lei nº 1.410/75, de 31 de julho de 1975, previa o abatimento no Imposto de Renda (IR) da correção monetária que excedesse a 20% a.a. para as Pequenas e Médias Empresas (PME) e para os setores prioritários (insumos básicos e equipamentos). O Decreto-lei nº 1.452/76, de 30 de março de 1976, estendia a correção de 20% a.a. também para as operações da Finame. O Decreto-lei nº 1.471/76, de 15 de junho de 1976, estendeu o subsídio previsto no Decreto anterior às operações com bancos de investimento. O Decreto-lei nº 1.479/76, de 31 de agosto de 1976, estendeu o benefício às operações de capitalização da empresa privada nacional (Programa de Capacitação de Pessoal – Procap). O Decreto-lei nº 1.531/77, de 30 de março de 1977, restringiu o alcance do benefício da correção parcial, limitando sua aplicação às operações de capitalização, enquanto, no ano seguinte, o Decreto-lei nº 1.621/78, de 13 de abril de 1978, estendeu para as PME nas regiões da Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia (Sudam) e Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste (Sudene), além das operações de capitalização. Finalmente, o Decreto-lei nº 1.679/79, de 13 de março de 1979, fixou a correção em 7/10 da variação das ORTN (Najberg, 1989).

Desde a sua criação até meados dos anos 1970, o BNDE operou basicamente com recursos fiscais do Fundo de Reaparelhamento Econômico (FRE), criado em 1951, e, em menor escala, com recursos externos. O FRE era formado por empréstimos compulsórios, e constituído originalmente de um adicional de 10% sobre o IR.<sup>12</sup> A dependência de recursos fiscais não remunerados manteve-se no período pós-1964. Em 1964, o adicional do IR foi extinto e substituído por uma parcela de 20% do total da arrecadação do imposto de renda (art. 15 da Lei nº 4.506/64), o que foi mantido até 1966. Em 1967, o Banco recebeu o equivalente a 10% do IR devido neste exercício, para posterior devolução aos contribuintes em ações de sociedades anônimas de sua propriedade. A partir desse ano, o adicional do IR foi extinto e os recursos oficiais destinados ao Banco passaram a provir de dotações anuais previstas no orçamento da União e de uma parcela da arrecadação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).

A tabela 10 apresenta a estrutura de fontes de recursos do BNDE no período 1966-1971. Verifica-se a grande dependência de recursos tributários, com os recursos provenientes da reserva monetária (IOF) assumindo um papel mais importante a partir de 1968. As fontes mais importantes, depois dos recursos tributários, nesse período, foram os retornos de aplicações e os recursos externos, sendo que estes últimos estiveram relacionados com a criação de novos fundos ocorrida após 1964, como o Fipeme, cujos recursos provinham de instituições financeiras internacionais.

TABELA 10  
Estrutura das fontes de recursos (1966-1971)

Fontes de recursos	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Recursos tributários	55,6	49,2	67,3	51,2	55,0	55,0
Reserva monetária	-	25,3	52,7	32,0	31,3	30,5
Dotação orçamentária	-	-	12,2	19,2	23,7	24,6
Adicional do IR	55,6	23,9	2,4	-	-	-
Retorno de aplicações	9,9	9,6	9,5	7,2	12,2	10,6
Saldo operacional <sup>1</sup>	6,7	7,1	6,3	10,8	12,2	10,6
Recursos externos	5,6	6,5	4,0	10,1	6,5	4,3
Outros	22,2	27,6	12,9	20,7	14,1	10,4

Fonte: BNDES 40 anos: um agente de mudança, 1992 (Tabela 5-A, p. 42).

Nota: <sup>1</sup> Correspondente à diferença entre as receitas e as despesas efetivas.

Durante a década de 1970, conforme mostra a tabela 11, a maior parte dos recursos utilizados pelo Sistema provinham de mecanismos de poupança

12. Outras fontes de recursos durante a década de 1950 foram obtidas por meio do recolhimento compulsório sobre depósitos efetuados na Caixa Econômica Federal (CEF) e reservas técnicas das companhias de seguros e a receita anual da Previdência Social, excluída a quota da União. Quanto aos recursos externos, os oriundos do chamado Acordo do Trigo chegaram a representar uma parcela significativa durante a década de 1950.

compulsória (PIS/Pasep) e de recursos do Tesouro. No entanto, a importância desses últimos caiu ao longo do período, com a dotação orçamentária tornando-se decrescente, até finalmente ser extinta em 1980. O fundo de poupança compulsória PIS/Pasep foi criado em 1971 e teve sua administração transferida para o BNDE em 1974, tendo em vista a magnitude dos recursos necessários para a implementação do II PND. Tratava-se de uma fonte de recursos remunerada, sendo que os agentes financeiros que a utilizavam deveriam proporcionar uma rentabilidade média de 3% a.a. mais a correção monetária, medida pela variação das ORTN. Deve-se, no entanto, salientar que o risco de crédito envolvido nas operações com recursos do PIS/Pasep foram assumidos pelo próprio Fundo até 1982; somente a partir de 1983 é que o Sistema BNDES passou a responder por este risco, recebendo para isto uma remuneração de 1,5% sobre as operações contratadas. Outras fontes de recursos no período foram créditos subsidiados do Banco Central, que tinham custo negativo, fundos com destinação específica, como o Fundo Siderbras, e a provisão complementar de recursos do Tesouro. Essa provisão visava ressarcir o Banco pelos prejuízos oriundos dos empréstimos altamente subsidiados concedidos durante a segunda metade da década de 1970.

TABELA 11  
Estrutura das fontes de recursos (1972-1981)

Fontes de recursos	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Geração interna <sup>1</sup>	30,6	38,8	18,9	18,0	21,9	21,8	25,8	37,9	39,6	32,1
Origem nacional	54,5	46,1	74,4	72,7	72,4	67,0	60,5	46,5	44,0	56,6
Dotação Orçamentária	16,0	16,2	7,3	5,9	1,0	2,1	3,0	0,9	-	-
Empréstimos e Repasses	38,5	29,9	46,3	20,7	17,1	17,8	13,2	9,0	13,2	20,6
PIS/Pasep/FPS	-	-	20,8	46,1	54,3	47,1	44,3	36,6	30,8	36,0
Origem estrangeira	14,9	15,0	6,7	9,3	5,7	11,2	13,7	15,6	16,4	11,3
Empréstimos em moeda	5,2	1,8	1,1	0,8	1,1	10,4	13,0	15,1	15,6	10,7
Finandamentos	9,7	13,2	5,6	8,5	4,6	0,8	0,7	0,5	0,8	0,6

Fontes: BNDES. BNDES, 40 anos: um agente de mudanças, 1992 (Tabela 5-b, p. 43).

Nota: <sup>1</sup>Inclui retornos de financiamentos com recursos do PIS/Pasep.

Além do PIS/Pasep, outras fontes importantes eram os recursos oriundos dos retornos de aplicações e os externos, sendo que nos primeiros estavam incluídos os retornos dos empréstimos com recursos do PIS/Pasep. Os recursos externos provinham de financiamentos de organismos internacionais e de empréstimos em moeda tomados junto a instituições financeiras privadas internacionais. Os primeiros estavam vinculados a aplicações específicas e envolviam exigências quanto aos critérios de alocação, mas apresentavam como vantagem o pagamento de taxas de juros inferiores às de mercado. Os empréstimos em moeda, que cresceram em importância a partir de 1977, ofereciam maior liberdade ao Sistema na aplicação dos recursos, mas eram remunerados às eleva-



das taxas de juros então vigentes no mercado financeiro internacional.

A década de 1980 foi um período caracterizado pela escassez de recursos. Nesse período, conforme mostra a tabela 12, os recursos provenientes do Tesouro foram progressivamente reduzidos, até serem zerados no início dos anos 1990. Os recursos do PIS/Pasep/Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e externos também perderam importância em relação ao período anterior, embora os primeiros tenham ainda permanecido relativamente importantes. A queda observada nos recursos externos deveu-se às dificuldades para captação nos mercados financeiros internacionais, resultantes da crise da dívida externa. Nesse contexto, observou-se o crescimento da importância dos recursos gerados internamente pelo Sistema, representados principalmente pelos repagamentos de empréstimos, rendas de juros e dividendos e pela venda das participações acionárias mantidas pelo Sistema em diversas empresas.

TABELA 12  
Estrutura das fontes de recursos (1982-1991)

Fontes de recursos	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Operac. e não operacionais	46,6	47,5	51,9	61,5	57,8	52,7	67,4	69,4	62,6	54,5
Tesouro nacional	22,9	23,3	13,9	11,6	8,0	3,2	7,0	0,6	0,0	-
Dívida união	1,9	2,0	2,9	4,4	6,4	1,8	4,8	0,3	0,0	-
Repasses rec. vinculados	13,0	12,5	11,0	7,2	1,7	1,3	2,2	0,3	-	-
Dotação para capital	7,9	8,7	-	-	-	-	-	-	-	-
PIS/Pasep/FAT	19,2	18,9	5,2	6,7	17,2	12,0	3,6	9,7	21,1	34,5
Recursos externos	7,0	8,2	13,4	8,7	7,6	4,7	1,6	0,8	0,9	1,9
Empréstimo em moeda	5,8	5,2	9,1	6,2	1,0	1,8	-	0,8	0,0	-
Financiamentos	1,2	3,0	4,3	2,6	3,6	2,9	1,6	-	0,9	1,9
Fundos do FMM*	-	-	14,7	10,8	9,2	16,1	16,6	17,5	15,2	8,9
Outros <sup>1</sup>	4,3	2,2	0,9	0,7	3,1	11,3	3,9	2,0	0,2	0,3

Fontes: BNDES. BNDES, 40 ano: um agente de mudanças, 1992 (Tabela 5-c, p. 44).

Nota: <sup>1</sup> Inclui assunção de dívidas externas/internas.

Obs.: \*Fundo da Marinha Mercantil (FMM).

A partir dos dados das tabelas 10, 11 e 12, constata-se forte dependência do Sistema BNDES de recursos fiscais e de recursos de baixo custo durante a maior parte do período estudado. Verifica-se, no entanto, que o perfil dos recursos modificou-se a partir de meados dos anos 1980, quando os fundos de poupança forçada, em particular os do PIS/Pasep, passam a representar um percentual crescente dos montantes a disposição do Sistema, situação que se altera durante os anos 1980. No entanto, apesar das mudanças na origem dos recursos, observa-se que, durante o período de maior de crédito (anos 1970, em especial durante o II PND), o Sistema BNDES praticamente não incorreu em riscos de crédito, o que indica a existência de incentivos fracos para uma alocação eficiente dos recursos, pelo menos no que diz respeito a esta variável. Tais evidências são em parte reforçadas pelos dados anteriormente apresenta-

dos quanto a inadimplência elevada observada durante os anos 1980, embora se possa argumentar que pelo menos parte desta inadimplência se deveu às dificuldades decorrentes do ambiente recessivo observado no início do período. Também pode-se apresentar como evidência neste sentido o tratamento preferencialmente dado aos problemas de inadimplência durante o período, que, ao ser utilizado de forma pouco seletiva, funcionou como um elemento redutor dos incentivos a longo prazo para uma boa alocação do crédito, contribuindo assim para reduzir a credibilidade dos mecanismos institucionais envolvidos nos programas de crédito dirigido. Finalmente, deve-se levar em conta que muitos dos problemas ocorridos no período que contribuíram para uma má alocação do crédito e para afetar a credibilidade dos mecanismos institucionais envolvidos nos programas de crédito dirigido estavam além do alcance do Sistema BNDES, situando-se em outras instâncias decisórias envolvidas nestes programas.

##### 5 COMPARAÇÃO COM OS CASOS DO JAPÃO E DA CORÉIA DO SUL

As diferenças entre os programas de crédito dirigido implementados no Brasil e nos países do leste da Ásia começam com o processo de elaboração da política industrial. Enquanto nestes países existiram instâncias formais para interação entre Estado e amplos segmentos do setor privado, no Brasil observou-se menor participação formal do setor privado nas decisões relativas à política industrial, com a predominância de interação informal envolvendo setores específicos e o governo, refletindo menor participação dos diferentes segmentos da indústria privada nas discussões sobre as metas e menor comprometimento coletivo quanto ao cumprimento das metas globais.

Uma outra diferença está relacionada aos modelos de desenvolvimento adotados. Conforme destacado anteriormente, a adoção de um modelo de desenvolvimento voltado para os mercados externos possibilitou aos países asiáticos a utilização de um mecanismo eficiente de monitoramento, baseado no desempenho das empresas nos mercados internacionais. Tal tipo de mecanismo de controle de acesso ao crédito não foi possível no Brasil, dadas as características do modelo de crescimento adotado. Tem também sido destacado que, nos países asiáticos, a política industrial se preocupou em manter um ambiente interno competitivo nos diferentes setores. No caso brasileiro, optou-se pela concentração dos recursos em poucas empresas, o que apesar de ser em parte justificado pela necessidade de otimizar o uso de recursos escassos em setores caracterizados pela existência de economias de escala certamente afetou negativamente o nível de concorrência interna em diversos mercados e os incentivos para a busca da eficiência por parte das empresas. Como resultado, além da falta de mecanismos eficientes de monitoramento do desempenho, criou-se

um ambiente menos competitivo em diversos dos setores apoiados. Isso, ao longo do tempo, contribuiu para reduzir a competitividade das empresas nacionais em relação ao resto do mundo e, em última instância, para o esgotamento do modelo de substituição de importações. Nos casos da Coréia do Sul e do Japão, os efeitos negativos da concentração em grupos, ocorrida em setores nos quais as economias de escala eram importantes, foram atenuados pela preocupação com a manutenção de um nível mais elevado de concorrência interna e, principalmente, pelas características do modelo de crescimento voltado para os mercados externos, que obrigou as empresas apoiadas a atingirem níveis de excelência internacionais e funcionou como um mecanismo de monitoramento eficiente para orientar as decisões quanto à continuidade do apoio creditício.

No que diz respeito aos incentivos da instituição financeira responsável pela alocação do crédito nos programas de crédito dirigido, as evidências mostram que o caso brasileiro se apresentou inferior, pelo menos ao caso Japonês. Conforme já destacado, esses incentivos são influenciados pelas características dos recursos utilizados nos programas de crédito dirigido, em especial quanto à remuneração e ao risco assumido pelas instituições financeiras encarregadas da implementação destes programas, e pelo grau de autonomia e pela responsabilidade atribuída às instituições financeiras nas suas decisões de crédito. Em relação à natureza dos recursos, no caso brasileiro, pelo menos até o início dos anos 1980, verificou-se grande dependência dos programas de recursos fiscais e de poupança forçada, que praticamente não representavam riscos para o Sistema BNDES em sua alocação. Essas evidências contrastam com o observado no caso japonês, em que os recursos à disposição dos programas de crédito dirigido eram captados no mercado, por meio de mecanismos como a poupança postal e outras fontes igualmente remuneradas.

Em relação à autonomia do Sistema BNDES na alocação do crédito, as evidências obtidas sugerem que esta instituição dispunha de um grau de independência em relação a outras instâncias envolvidas nos programas de crédito dirigido inferior a dos seus similares asiáticos, em particular o caso japonês, com atuação do Banco de Desenvolvimento do Japão (BDJ). As evidências obtidas sugerem ainda que essa menor independência era, entretanto, compensada por uma menor responsabilidade quanto à alocação dos recursos. A menor autonomia do Sistema BNDES explica em parte o grande volume e a amplitude das operações de saneamento financeiro de empresas em dificuldades, implementadas durante os anos 1980.

Ainda uma outra diferença importante entre os casos brasileiro e dos países asiáticos estudados diz respeito ao papel desempenhado pelo ambiente macroeconômico estável existente nestes últimos países, que contribuiu para o desenvolvimento mais rápido dos mercados financeiros privados, especial-

mente no caso japonês, e para a redução gradativa da necessidade da atuação do Estado por meio de programas de crédito dirigido ao longo do período pós-II Guerra. No caso brasileiro, como destacado anteriormente, o ambiente de inflação alta e variável contribuiu para aumentar o grau de incerteza e assimetria de informação, dificultando ainda mais o desenvolvimento de mercados de capitais privados. A tentativa de neutralizar os efeitos da inflação sobre os contratos financeiros, por meio da correção monetária, não se mostrou suficiente para reduzir o papel do Estado no segmento de longo prazo, principalmente por meio do Sistema BNDES, que se manteve como a grande fonte destes recursos ao longo de todo o período estudado.

Finalmente, análise dos casos da Coréia do Sul e Japão, especialmente do último, sugerem maior credibilidade dos mecanismos institucionais envolvidos nos programas de crédito dirigido, em relação ao caso brasileiro. Essa maior credibilidade pode ser atribuída à existência de um conjunto de mecanismos institucionais superior para troca de informações e cooperação entre os agentes envolvidos na elaboração e na implementação das políticas industriais e a um conjunto de incentivos mais fortes para as diferentes partes envolvidas diretamente nos programas de crédito dirigido. No caso brasileiro, essas características estiveram presentes de uma forma mais fraca. Nesse sentido, pode-se afirmar que os arranjos institucionais observados nos casos do Japão e Coréia do Sul aproximaram-se mais da idéia de mercado de capitais quase-interno com participação do Estado, em relação ao arranjo observado no caso brasileiro. Entretanto, não se pode caracterizar o caso brasileiro como um caso de ineficiência dos arranjos institucionais envolvidos nos programas de crédito dirigido. As evidências sugerem a classificação do arranjo observado no Brasil como um caso intermediário em termos de eficiência na alocação do crédito, situando-se entre as políticas de crédito dirigido que fracassaram em muitos países em desenvolvimento no período pós-II Guerra e os casos relativamente bem-sucedidos do Japão e Coréia do Sul.<sup>13</sup>

## 6 CONCLUSÕES

As abordagens da Nova Economia Institucional oferecem argumentos teóricos, em princípio, favoráveis à intervenção do Estado nos mercados financeiros visando suprir a falta de fontes privadas de recursos financeiros de longo prazo, especialmente nos estágios iniciais de desenvolvimento. Contudo, tais abordagens também mostram que a qualidade dessas intervenções depende fortemente da existência de mecanismos institucionais adequados na elaboração e na implementação dessas políticas.

13. Para evidências sobre casos de intervenções fracassadas do Estado nos mercados financeiros de países em desenvolvimento no período, ver Banco Mundial (1989).

No caso brasileiro, de forma semelhante ao que tem sido sugerido para os casos do Japão e da Coréia do Sul, pode-se caracterizar os programas de crédito dirigido implementados pelo Sistema BNDES nos anos 1970 e 1980 como uma tentativa de se criar um arranjo tipo mercado de capitais quase-interno. Esse arranjo, envolvendo Estado e setor privado, pode ser visto como uma alternativa às limitações apresentadas pelos mercados de capitais privados no período. A experiência brasileira, no entanto, apresentou limitações significativas no tratamento dos problemas de assimetria de informação (risco moral e seleção adversa) típicos dos mercados financeiros. Essas limitações estiveram relacionadas com a natureza dos mecanismos envolvidos na elaboração e na implementação das políticas industriais, entre os quais se incluía o Sistema BNDES, principal agente financeiro envolvido na implementação dos programas de crédito dirigido.

As evidências sugerem a existência de incentivos fracos para os agentes envolvidos nos programas de crédito dirigido, tanto no que diz respeito às empresas tomadoras de recursos quanto ao próprio Sistema BNDES. Além disso, verifica-se que houve baixo grau de coordenação e cooperação entre os agentes privados e os formuladores das políticas industriais, além de problemas de coordenação entre as diferentes agências governamentais envolvidas na implementação destas políticas, em particular entre o BNDES e o CDI, durante o período estudado.

Quando se compara o caso brasileiro com os países do leste da Ásia, que também utilizaram intensamente políticas de crédito dirigido como instrumento de política industrial no período pós-II Guerra, verifica-se que o grau de coordenação e de cooperação na formulação e das políticas entre o Estado e os diferentes segmentos do setor privado foi consideravelmente mais fraco no caso brasileiro. Isso é em parte evidenciado pela pequena participação formal do setor privado nas agências envolvidas na formulação das políticas, predominando práticas de interação informal entre as diferentes agências e o setor privado. Além disso, a adoção de um modelo de industrialização baseado na substituição de importações e a necessidade de concentrar recursos em poucas empresas privaram o Estado de mecanismos eficientes de monitoramento dos tomadores e reduziu o grau de concorrência interna, ao contrário do que ocorreu na Coréia do Sul e no Japão. Isso, juntamente com o baixo risco relacionado com os recursos a disposição dos programas e dos altos subsídios concedidos aos tomadores durante os anos 1980, contrasta com as práticas indicadas como responsáveis pela boa alocação do crédito nos países asiáticos. No entanto, percebe-se que, a partir do início dos anos 1990, se passou a adotar práticas mais rígidas na seleção, no monitoramento e no tratamento de problemas contratuais nos programas de crédito dirigido, que sugerem uma melhora nos

incentivos para uma boa alocação do crédito por parte do Sistema BNDES. Nesse sentido, seria oportuna uma análise da atuação do Sistema BNDES no período mais recente (a partir de meados dos anos 1990), visando identificar eventuais aperfeiçoamentos na eficiência do arranjo institucional envolvido nos programas de crédito dirigido implementados por esta instituição.

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, N. C. M. **Políticas de apoio financeiro do Estado ao setor industrial privado, através do Sistema BNDES, no período pós-1964: uma abordagem através da Economia da Informação.** 1997. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 1997.

BANCO MUNDIAL. **Relatório sobre o desenvolvimento mundial – 1989: sistemas financeiros e desenvolvimento.** Rio de Janeiro: FGV, 1989.

BASKIN, J. B. The development of corporate financial markets in Britain and the United States – 1600-1914: overcoming asymmetric information. **Business History Review**, n. 62, p. 199-237, 1988.

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

\_\_\_\_\_. **Relatório das atividades.** Rio de Janeiro, 1969-1992. Vários números.

CALOMIRIS, C. W.; HIMMELBERG, C. P. Directed credit programs for agriculture and industry: arguments from theory and fact. *In*: ANNUAL CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS, 1993, Washington. **Proceedings of the World Bank.** Washington: World Bank, 1993.

CHO, Y. J.; HELLMANN, T. **The government's role in japanese and korean credit markets: a new institutional economics perspective.** Washington: World Bank, 1993 (*Working Papers*, n. 1.190).

DINIZ, E.; LIMA JÚNIOR, O. B. **Modernização autoritária: o empresariado e a intervenção do Estado na economia.** Brasília: Ipea/Cepal, 1986.

FRY, M. J. **Money, interest and banking in economic development.** Baltimore: the Johns Hopkins University Press, 1988.

GERSCHENKRON, A. **Economic backwardness in historical perspective: a book of essays.** Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press, 1962.

GREENWALD, B.; STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. **American Economic Review**, v. 74, n. 2, p. 194-199, 1984.

KING, R.; LEVINE, R. Finance and growth: schumpeter might be right. **Quarterly Journal of Economics**, p. 717-737, 1993.

LEE, C. H. The government, financial system, and large private enterprises in the economic development of South Korea. **World Development**, v. 20, n. 2, p. 187-197, 1992.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock market development in long-run growth. **The World Bank Economic Review**, v. 10, n. 2, p. 223-239, 1996.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, p. 187-221, Jun. 1984.

NAJBERG, S. **Privatização de recursos públicos: os empréstimos do sistema BNDES ao setor privado nacional com correção monetária parcial**. 1989. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1989.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982 (Os Economistas).

SHAW, E. S. **Financial deepening in economic development**. New York: Oxford University Press, 1973.

STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393-401, 1981.

SUZIGAN, W. Política industrial no Brasil. In: SUZIGAN, W. **Indústria: política, instituições e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1978 (Monografia, 28).

SUZIGAN, W.; PEREIRA, J. E. C.; ALMEIDA, R. A. G. **Financiamento de projetos industriais no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1972 (Relatório de Pesquisa, 8).

VITTAS, D.; CHO, Y. J. **Credit policies: lessons from East Asia**. World Bank, May 1995 (Policy Research Working Paper, n. 1.458).

WILLIAMSON, O. **The economic analysis of institutions and organizations**. Paris: Organization for Co-operation and Development, 1993 (*Working Papers*, n. 133).

\_\_\_\_\_. **Las instituciones económicas del capitalismo**. Mexico: Fondo de Cultura Económica, 1989.

WILLIAMSON, S. Costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing. **Journal of Monetary Economics**, v. 17, p. 156-179, Sept. 1986.