

# As características da estrutura financeira brasileira e a trajetória de industrialização

Elson Rodrigo de Souza-Santos\*

Armando Dalla Costa\*\*

## Palavras-chave

estrutura financeira,  
industrialização, firmas

## Classificação JEL

O16, O33, G10

## Keywords

*financial structure,  
industrialization, firms*

## JEL Classification

O16, O33, G10

## Resumo

O artigo tem como objetivo identificar as principais características da estrutura financeira brasileira usando a abordagem histórico-institucional, as alterações legais e discussões sobre suas transformações recentes. As conclusões indicam predomínio do crédito público para financiamento de longo prazo no investimento das firmas e pessoas físicas, aliado ao autofinanciamento por retenção de lucros. Nos anos 2000 o crédito público foi fortalecido devido à crise financeira internacional (2007-...), como parte de uma política anticíclica para manter a demanda aquecida e auxiliar as empresas a financiar os investimentos. No período de crescimento entre 2004 e 2008 foi possível identificar a participação das grandes empresas do mercado de capitais em produtos financeiros como forma de angariar recursos para valorização e investimentos. Entretanto, as grandes firmas se mantêm dependentes dos recursos dos bancos públicos e simpáticas à especulação e a assumir riscos elevados, revelados com a crise.

## Abstract

*The objectives of this paper is to identify the main characteristics of the Brazilian financial structure. The theoretical approach used is historical-institutional with statistics about financial structure; legal transformation and Brazilian economic metamorphose. The conclusions indicate the highlight of public credit for long maturation to productive investment and consumption. On the other side, the self-financing remains high for retaining profits. In the decade of 2000, the international financial crisis (2007-...) strengthened the public credit and institutions for encouraging demand and help companies in difficulties. The Brazilian economic growth between 2007 and 2008 was identified in the increased participation of large companies in the capital markets and using financial products for investments. However, these enterprises remained for public credit but assumed high risk for speculation. Their operations of high risk were revealed by financial crisis.*

.....  
\*Economista, Mestre pelo PPGDE-UFPR e doutorando pela Universidade de São Paulo.

\*\*Doutor pela Université de Paris III (Sorbonne Nouvelle) e Professor no Departamento de Economia da UFPR.

## 1\_ Introdução

A articulação entre o setor produtivo e o financeiro foi fundamental para aprofundar as mudanças sociais e econômicas inerentes ao processo de desenvolvimento e a mudança estrutural, acelerando o ciclo de investimento e consumo. Na literatura é comum encontrar a perspectiva da existência de uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e produtivo (Allen *et al.*, 2005). Entretanto, a polêmica se encontra na importância dada às finanças como fundamentais para viabilizar e elevar a velocidade dos projetos de investimento, especialmente relacionados à produção, a tecnologia e a inovação (Dosi, 1990; O'Sullivan, 2005). Além disso, o financiamento ao investimento faz parte de uma política de desenvolvimento industrial e articulação de diferentes agentes (tais como governo, empresas, universidades/institutos de pesquisa) no âmbito do Sistema Nacional de Inovação.

Na experiência internacional frequentemente são citados os exemplos da Inglaterra e Alemanha. Na Grã-Bretanha, o lento processo de industrialização e transformação de uma sociedade feudal em industrial foi acompanhado da construção gradual de uma estrutura financeira para captação e alocação de fundos. Na Alemanha, a necessidade de superar o atraso levou o foco para disciplinar a estrutura financeira como suporte a crescente complexidade e amplitude dos projetos industriais em conjunto com avanço tecnológico, recorrendo a organização de grandes bancos e conglomerados (Da Rin, 1997). No pós-1945, os países em desenvolvimento recorreram a formação de estruturas artificiais para reduzir o atraso, tendo como exemplo a experiência coreana baseada na formação de conglomerados (os *chaebols*), direcionando o investimento em pesquisa & desenvolvimento (P&D), criação de produtos e processos capazes de competir no mercado internacional. Para isso foi utilizada forte intervenção estatal, financiamento de bancos públicos e

incentivos a construção de um mercado de capitais (Nam, Kim, 1994). Em ambos os casos, a estrutura financeira foi desenhada para dar suporte a estratégia de industrialização e desenvolvimento e cumpriram seu papel.

Na literatura, uma visão que transcende e abastece as demais é a histórico-institucional (ver Gerschenkron, 1962; Goldsmith, 1969; Zysman, 1983) na medida em que foca nas particularidades nacionais, buscando elementos que expliquem as características das estruturas produtivas e financeiras. Frequentemente, baseadas nas experiências dos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Alemanha e Japão, posteriormente ampliadas para países europeus, asiáticos e em desenvolvimento. No aspecto teórico, coexistem três visões dominantes sobre o formato de estrutura financeira: *bank-based*; *market-based* e abordagem funcional (Arestis *et al.*, 2008; Levine, 2005). As duas primeiras focam na melhor estrutura dominante. A *bank-based* defende que os intermediários financeiros têm um papel importante de gerir as informações, reduzir a instabilidade e organizar o setor de crédito espelhado na experiência de Alemanha e Japão. A *market-based* defende o relacionamento direto entre poupadores e tomadores para proporcionar maior competitividade e circulação das informações, traduzidas em maior investimento e estabilidade inspirados no modelo anglo-saxão. A abordagem funcional desloca o foco da estrutura para a maneira como o país pode encontrar a melhor forma de funcionamento do sistema financeiro considerando as particularidades nacionais. Neste caso, busca introduzir objetivos exógenos de eficiência e estabilidade, mas condicionados a outros, endógenos, como a estrutura institucional e particularidades nacionais.

No Brasil, ao longo do processo de industrialização, ocorreu uma dificuldade em disciplinar uma estrutura financeira capaz de dar suporte a industrialização e a modernização do país, permanecendo atrofiada. Criou-se um gargalo que afe-

tou especialmente as médias, pequenas, as micro e novas empresas – MPMNEs (Stuart, 1995; Abramovay, Carvalho, 2004) por causa do entrave em angariar fundos externos para acelerar o processo de formação, ampliação da produção e maior intensidade tecnológica. Desta forma, ficou à mercê do autofinanciamento baseado na retenção de lucros para crescerem, encontrando linhas de crédito limitadas nos bancos públicos, privados e recursos provenientes de investidores institucionais.

Usando particularidades da interação entre estrutura produtiva e financeira brasileira o trabalho propõe analisar a experiência com objetivo de identificar as principais características. O período focalizado se localiza entre as décadas de 1930 e 1990, utilizando as análises histórico-institucional e comparativa. Desta maneira, adotou-se uma linha de análise semelhante a trabalhos como os desenvolvidos em outros países como Coreia (Nam, Kim, 1994), Japão (Patrick, 1994), China (Allen *et al.*, 2008) e Alemanha (Vitols, 2001).

Para explorar este objeto, o trabalho está organizado em três partes. A primeira destaca uma visão geral a respeito da articulação entre o sistema produtivo e financeiro importante para contextualizar a discussão. A segunda e central no propósito do trabalho, apresenta como objetivo identificar os antecedentes da formação e principais características da estrutura financeira brasileira, especialmente no que tange as firmas. A última aborda as alterações ocorridas na década de 2000.

## **2\_Estrutura financeira, industrialização e desenvolvimento**

Na literatura do desenvolvimento há diversas posições sobre o papel das finanças que, às vezes, apresentam-se como antagonicas. A primeira defende que ela não é importante e tal postura está evidenciada no compêndio de textos publicada

no livro organizada por Meier e Seers (1984) ao ignorar uma abordagem específica sobre o tema. A justificativa é que a estrutura financeira constitui uma resposta às mudanças reais da estrutura produtiva e econômica, portanto, a atenção deveria ser direcionada aos fatores mais relevantes (Lucas, 1988). A segunda de que as finanças são fundamentais para viabilizar as mudanças na estrutura produtiva, institucional e social como base do processo de desenvolvimento (Stiglitz, 1989; Schumpeter, 1997; Miller, 1988; Goldsmith, 1969; Levine, 2005). Trabalhos empíricos mostram relação causal entre desenvolvimento financeiro e produtivo através da comparação entre diversos países sem identificação causal (Allen *et al.* 2005) influência positiva da estrutura financeira (Arestis *et al.* 2008).

Na literatura, uma contribuição seminal pode ser encontrada em Schumpeter (1997), que entende a estrutura financeira e oferta de crédito como fundamental para alevancagem dos investimentos produtivos. A justificativa se encontra na necessidade das firmas nascentes em encontrar fontes externas de recursos para acelerar o ciclo produtivo e inovarem, levando a transformações estruturais e desenvolvimento econômico nas quais os bancos têm papel relevante no fornecimento de crédito. Entretanto, ao se fortalecerem, as grandes empresas criam departamentos de desenvolvimento tecnológico e inovação, financiando por recursos próprios uma parte do automatismo da atividade econômica.

Ao analisar a experiência de industrialização britânica Hicks (1969) enfatiza o papel preponderante da estrutura financeira como forma de angariar fundos e alocar poupanças direcionadas para investimento produtivo. Por outro lado, a Europa continental do século XIX constitui um exemplo de como a estrutura financeira pode tornar-se relevante para mudanças estruturais e industrialização, especialmente para reduzir o atraso em relação a Grã-Bretanha e seu sistema bancário. Alemanha, Itália e Bélgica obtiveram sucesso ao

articular um sistema financeiro capaz de suportar a demanda de recursos da indústria nascente. Em contraponto, Espanha, Rússia e Itália pré-1890 fracassaram (Da Rin, Hellman, 2002). Cabe ressaltar que a formação da estrutura financeira não constitui um ator único, mas relevante para o sucesso do país em relação aos seus planos de desenvolvimento, entendida em como suportar e acelerar as transformações.

A articulação financeira, produtiva e estratégia de desenvolvimento é influenciada pelas particularidades nacionais, evidenciado em três modelos ao analisar a gênese do capitalismo. O primeiro, dominado pelas instituições públicas tendo como exemplo a Coreia. O segundo, baseado em instituições privadas como pode ser observado em grande parte da Europa e Japão. Por fim, a baseada no mercado típico de economias liberais como o Reino Unido permitindo o relacionamento direto entre tomadores e poupadores privados (Zysman, 1983).

Na literatura econômica, com base nas evidências histórico-institucionais, os autores simplificaram a preposição para *bank-based* (estrutura dominada por bancos privados e/ou públicos) e *market-based* (relacionamento direto entre poupadores e tomadores de fundos) (Beck, Levine, 2000; Arestis *et al.*, 2008). Apresentadas como estruturas dominantes dentro de um sistema em que o argumento de ser superior a outra se relaciona a mitigação da assimetria informacional em nome da maior poupança, melhor alocação de fundos que proporcionassem menor risco e instabilidade.

A estrutura financeira baseada em bancos consiste na utilização de intermediários para fazer a ponte entre poupadores e tomadores, considerados importantes para proporcionar eficiência, reduzir a assimetria informacional e permitir melhor alocação de recursos. A base teórica sustenta-se no conceito de informação assimétrica inaugurado por Stiglitz e Weiss (1981), enfatizando a impossibilidade de funcionamento dos mercados perfeitos pelo fato de agen-

tes diferentes possuírem informações diferentes. Portanto, o mercado por si mesmo não atingiria o equilíbrio ótimo levando a instabilidade, alocações subótimas de fundos, baixos níveis de poupança e projetos relevantes não seriam financiados. Para países em desenvolvimento com estruturas financeiras atrofiadas, Stiglitz (1985, 1989) defende a ação dos bancos (públicos ou privados) como fundamentais para organizar o mercado de crédito, reduzir a instabilidade e direcionar os recursos para os setores estratégicos deixados a margem pela iniciativa privada. Assim autorizando e justificando a intervenção estatal por meio de programas de direcionamento de crédito, depósitos compulsórios e instituições públicas.

A estrutura baseada no relacionamento direto entre poupadores e tomadores de fundos é defendida por Holmstrom e Tirole (1993) e Rajan e Zingales (2001). A base está na crítica ao poder de monopólio e potencialmente desestabilizador dos intermediários financeiros, levando a dificuldades na circulação das informações e deficiências na alocação de fundos. O relacionamento direto aparece como a forma mais eficiente de reduzir a assimetria informacional, proporcionar maior competição e melhor alocação de fundos e riscos. Ao mesmo tempo em que ocorre a fuga do poder de monopólio dos bancos e de seus efeitos deletérios a acumulação de fundos e suporte a investimentos.

A busca pela melhor estrutura financeira trouxe como nova resposta a defesa de que não há uma estrutura superior, mas sim elementos do mesmo sistema, destacando como relevantes a funcionalidade e adaptação as peculiaridades institucionais, históricas e econômicas (Levine, 2005; Caprio, Honahan, 2001; Merton, Bodie, 2005, 1995). Desta forma, nasceu a abordagem funcional, que deixa de lado a estrutura e discute a funcionalidade estabelecendo como exógenos os objetivos de eficiência e estabilidade que seriam desejáveis em qualquer sistema financeiro. Em paralelo, os aspectos en-

dógenos tomam as particularidades nacionais como importantes para construir um arranjo para atingir os objetivos exógenos. Há que se destacar ainda a inclusão de uma ênfase especial nos aspectos legais que orientam o relacionamento de débito e crédito na sociedade (ver La Porta *et al.*, 1998; Bloch, Lamoreaux, 2008).

Na experiência internacional, o sucesso da industrialização, desenvolvimento e inserção externa frequentemente está relacionado com a construção de um arranjo financeiro que dê suporte as mudanças estruturais. Um exemplo recorrente é a comparação entre o modelo britânico e alemão que nasceram em momentos distintos com diferentes estratégias de desenvolvimento face a cenários diversos (Da Rin, 1997; Baling, Polak, 2004). Os britânicos foram pioneiros na industrialização e tiveram tempo de formar um sistema financeiro de maneira gradual nos séculos XVIII e XIX. Os alemães foram obrigados a adotar uma estratégia agressiva de industrialização para reduzir o *gap* com os britânicos, baseada no rápido e elevado investimento na indústria e desenvolvimento tecnológico na segunda metade do século XIX. Dessa forma, os britânicos possuíam o privilégio de deixar o mercado encontrar a melhor forma de funcionamento, enquanto os alemães buscavam comprometer o capital financeiro com o industrial para o rápido crescimento através dos bancos. Ao longo do tempo, os dois modelos não se mostravam convergentes trazendo consigo as características próprias das duas estratégias, apesar do sucesso do desenvolvimento de ambos os países.

Um interesse semelhante sobre o sucesso de industrialização e desenvolvimento é despertado pelo Japão, especialmente sobre o sistema conglomerado, privado e fortemente relacionado com as empresas produtivas que deram suporte a reconstrução pós-1945. Grandes instituições privadas utilizavam uma adaptação do modelo norte-americano de bancos especializados, dando margem ao renascimento da

família de megabancos de investimentos privados (Mitsubishi, Mitsu, Sumitomo, Dai-ichi, Fuyo e Sanwa), comprometidos com o suporte aos conglomerados de *main-bank* (relação de longo prazo entre o banco e a empresa). Bancos como Mitsubishi e Dai-icha são braços de conglomerados industriais, mas com arranjos de governanças que buscam separar a administração (Patrick, 1994, p. 358). As metamorfoses dessa estrutura começaram a ocorrer com os movimentos de liberalização, desregulamentação e abertura a partir da década de 1980 dando margem à especulação e a aplicação em produtos financeiros.

Na Coreia, a intervenção estatal foi mais agressiva que no vizinho Japão, escolhida como estratégia e necessidade para a transformação de uma colônia agroexportadora japonesa pré-1945 para a potência industrial e tecnológica a partir da década de 1980. No aspecto financeiro, a importância é dada pelas reformas de 1965 que nacionalizaram os bancos e determinaram intervenção estatal no monitoramento das atividades, destinação dos empréstimos como parte da política industrial e fortalecimento dos conglomerados, os *chaebols* (Nam, Kim, 1994). As mudanças no sistema emergiram na lenta abertura e reformas em favor do mercado da década de 1990, aceleradas durante a crise asiática de 1997-98, quando se percebeu que um dos problemas identificados como origem da crise era a fragilidade financeira (Lee, 2010). Em paralelo, mesmo enfrentando um ambiente de instabilidade política e elevada inflação a partir dos anos 1970, conseguiram instituir mercado de capitais construindo uma alternativa ao crédito do estado e controle público.

Na China, por ser uma economia e sociedade de elevada intervenção estatal oriunda do socialismo, o sistema financeiro é dominado por bancos públicos que dão suporte ao investimento de longo prazo, formados principalmente pelo Banco Industrial e Comercial da China, Banco Agrícola da China e Banco de Construção Chinês. O sistema finan-

ceiro chinês possui deficiências e ingerências, mesmo assim consegue sustentar elevadas taxas de investimento e crescimento. Nas últimas décadas, o país também acompanhou a proliferação do mercado de capitais como forma alternativa de financiamento (Allen *et al.*, 2008).

Os arranjos institucionais de articulação entre desenvolvimento industrial e sistema financeiro encontrado por esses países visam um objetivo maior de longo prazo. Não necessariamente criando sistemas financeiros estáveis e competitivos como visto na Coreia e China, mesmo na Alemanha atual e nos Estados Unidos pré-1930, mas que conseguiram cumprir os objetivos de política industrial. Nesse contexto, o papel do Estado surge para dar direção ao sistema financeiro em conjunto com uma política de desenvolvimento produtivo. Como exemplo, Eichengreen (1994) analisa o papel preponderante do Estado na construção da infraestrutura norte-americana no século XIX. Na Alemanha, a atuação dos grandes bancos públicos liderados pelo KfW foi fundamental para a reconstrução no pós-guerra, assim como a elevada intervenção de bancos públicos e direcionamento de crédito na Coreia e na China. Para Stiglitz (1989) o papel do Estado está em criar incentivos para direcionar o sistema financeiro e atender objetivos de desenvolvimento, independente se são instituições públicas ou privadas.

A construção da estrutura do sistema financeiro não pode estar descolada do modelo de desenvolvimento, políticas industriais, competitividade e inserção econômica internacional. Na perspectiva de Schumpeter (1997) sobre a importância do capital externo para o crescimento da firma nos primeiros estágios de desenvolvimento, encontram-se contribuições de Dosi (1990) e O'Sullivan (2005) ao enfatizarem a construção da integração de instituições para inovação e industrialização orientadas para desenvolvimento. Portanto, o sucesso na articulação entre sistema financeiro e produtivo passa por políticas e arranjos institucionais que permitam que as firmas recebam aporte de recursos externos e viabilizem os investimentos (ver Tabela 1). Entretanto, o autofinanciamento engloba os ganhos com produtos e operações financeiras, alavancado pela desregulamentação, liberalização e introdução de inovações financeiras, que permitem obter recursos que podem ser direcionados para os investimentos, especialmente para grandes empresas (Adam, 2002). De certa forma, esta visão condiz com a de Schumpeter sobre as grandes empresas terem maior independência das instituições financeiras e recursos externos.

Para o desenvolvimento leva-se em consideração o ambiente evolucionário, observando a dinâmica das profundas transformações relacionadas entre a estrutura e a natureza

**Tabela 1\_Fontes de recursos para as empresas**

| Tipo                            | Debt Capital                                                                       | Equity Capital                                                               |
|---------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| Recursos (ou autofinanciamento) | Empréstimos de outras empresas                                                     | Capital social de fundadores ou proprietários<br>Rendas retidas pela empresa |
| Recursos externos informais     | Empréstimos dos membros da família ou amigos<br>Crédito de fornecedores e clientes | Investimentos individuais de participantes informais                         |
| Intermediários                  | Empréstimos de instituições financeiras<br>Dívidas garantidas ou não               | Capital de risco<br>Corporações de investimento                              |
| Mercados públicos               | Bônus<br>Ativos segurados                                                          | Ações comuns e preferenciais                                                 |

Fonte: A partir de Sirri e Tufano (1995, p. 98)

da interação dos agentes que envolvem aspectos sobre desenvolvimento de conhecimento, tecnologia, atores, demanda, instituições, capacidade de aprendizado, trajetória das tecnologias (Malerba, 2006). Ao mesmo tempo em que traz à tona a necessidade de mecanismos de absorção, aprendizado tecnológico e P&D, fundamentais para proporcionar competitividade e fortalecimento das firmas e da indústria nacional, resgatando a perspectiva schumpeteriana da inovação como motor do capitalismo (Nelson, Winter, 1982). Assim, constituindo um sistema nacional de inovação e uma grande estratégia de desenvolvimento em que a construção da estrutura financeira está inserida e constitui um dos elementos do que Fiori (2012) define como “grande estratégia” nacional e social.

### 3\_Antecedentes e transformações

A articulação entre estrutura produtiva e financeira ocorre nos primeiros momentos da industrialização e ao longo do tempo sofre influência das transformações econômicas, sociais e regulatórias do Estado. Esta seção, fundamental para o objetivo do trabalho, possui como foco identificar as características da estrutura financeira brasileira e sua interação com o setor produtivo abrangendo o período entre as décadas de 1930 e 1990.

#### 3.1\_Antecedentes

A gênese do capitalismo tende a estar presente desde os primeiros momentos da industrialização, influenciada pelas peculiaridades nacionais, que interferem no desenvolvimento industrial, transformações sociais, políticas, atuação do Estado e relacionamento entre o financeiro e o real. Os primeiros impulsos da industrialização brasileira ocorreram no ambiente em que Polanyi (2001) descreve como o desmontamento da sociedade do século XIX com a destruição da articulação econômica e sua coerência social. Em para-

lelo, surgiram os questionamentos a respeito dos dogmas do liberalismo, livre comércio e articulação internacional do trabalho. Assim, abrindo margem para ações interventoras, protecionistas e novas estratégias de desenvolvimento como identificados na Alemanha, Japão e Estados Unidos.

Para o Brasil significou a consolidação de um movimento que ganhava força desde o começo do século XX, pregando a maior intervenção estatal, a proteção dos interesses nacionais e a industrialização como chave para o futuro identificado em discursos dos líderes políticos, empresariais, movimentos populares e mudanças na legislação (Bastos, 2008). Na esfera política, ocorreu a queda da República Velha, trazendo Getúlio Vargas com um discurso nacionalista, colocando a industrialização como política de Estado e sinônimo de desenvolvimento. Na financeira, as operações dos bancos estrangeiros foram limitadas na reforma bancária de 1921, mas ganhou impulso nos conturbados anos 1930, sobretudo nas Constituições de 1934 e 1937 que pregavam a nacionalização do sistema bancário, derrubando a participação dos estrangeiros de 45% dos depósitos nos anos 1920 para 7% em 1945 (Costa, Does, 2002). Portanto, o fechamento do sistema financeiro e a maior intervenção bancária acompanhavam as transformações sociais, econômicas e ideológicas aceleradas entre as décadas de 1920 e 1930.

No período, começou a ser construído o arranjo institucional que orienta o processo de desenvolvimento latino-americano persistente até a década de 1990, particularmente presente na Argentina e México. Tal processo foi caracterizado pela liderança do Estado (*state-led*) no processo de industrialização, orientado para dentro, baseado no modelo de substituição de importações (ISI), cujo suporte teórico passa pelo pensamento cepalino e estruturalista de deterioração dos termos de troca. A industrialização era vista como fundamental para quebrar os laços de dependência com os países centrais (Prebisch, 1950; Tavares, 1972). A justificativa

se encontrava em criar uma dinâmica interna na economia oriunda da industrialização e rejeição a divisão internacional do trabalho identificada na defesa da industrialização.

A gênese do arranjo que possibilitou o desenvolvimento e industrialização brasileira nas primeiras décadas do século XX pode ser sintetizada em três elementos (Cimolli *et al.*, 2003). O primeiro considerava a atração do investimento externo como motor do crescimento das indústrias intensivas em tecnologia e capital, gerando externalidades positivas sobre a estrutura produtiva e “cultura industrial”. De outro lado, forçando as empresas multinacionais a se adaptarem às necessidades e características do país, desenvolvendo produtos, processos e tecnologias diferentes dos usados na matriz, mas voltados prioritariamente para atender a demanda local. O segundo, baseado nas empresas públicas e conglomerados nacionais, voltados para a produção de manufaturados de consumo, bens intermediários, provisão de serviços essenciais (energia e telecomunicações, por exemplo) e insumos. Neste caso o objetivo era dar suporte aos setores considerados estratégicos para o processo de industrialização tais como energia, matérias-primas, transportes e telecomunicações. O terceiro elemento fomentador da substituição de importações ocorreu através de proteções tarifárias, subsídios, crédito público e outros incentivos para viabilizar o surgimento de novas firmas, fortalecimento e crescimento das pequenas e médias empresas com a finalidade de ampliarem o seu escopo e sua escala de produção de bens industriais.

Visando o funcionamento da organização, três elementos interagem para viabilizar as mudanças estruturais: i) o poder do Estado era sinônimo de motor do crescimento, sendo justificável a criação de companhias estatais para fazer frente às demandas do processo de industrialização; ii) as pequenas e médias empresas nacionais, a maioria de origem familiar, foram incentivadas a elevar a produção e crescer protegidas da concorrência externa; e iii) a partir da década de 1950, as

companhias multinacionais, aproveitaram o protecionismo, mercado interno crescente e falta de concorrentes nacionais atuando em áreas em que o estado não atuava e os agentes nacionais não estavam dispostos ou em condições de atuar (Katz, 2005, p. 420-422).

Entretanto, a estrutura financeira apresentava dificuldades em acompanhar o processo de modernização da economia evidenciada no crescimento da instabilidade pela concentração bancária em que os 509 bancos existentes em 1945 foram reduzidos para 328 em 1964 (Macarini, 2007). Muitas instituições de reduzido porte e débil estrutura de capital, sem condições de operar no mercado de crédito entrando em dificuldades, contudo sem despertar o interesse de absorção de outras instituições financeiras.

A instabilidade no sistema bancário não é uma novidade na experiência de outros países nos primeiros momentos da industrialização, favorecidos pela falta de regulamentação e estrutura para funcionamento adequado do sistema. Identificados nas trajetórias norte-americanas, alemã e japonesa que foram minimizadas com as reformas estruturais das décadas de 1920, 1930 e 1940 (Vitols, 2001; Patrick, 1994). No Brasil as operações dos bancos se baseavam na especulação e operações de curto prazo, objetivando financiar consumo e se proteger da instabilidade, incentivando o distanciamento entre estrutura produtiva e financeira (Macarini, 2007). A principal diferença entre o Brasil e os demais países estava na dificuldade de disciplinar a estrutura financeira em prol da produção, fundamental mesmo em meio a instabilidade, tal como na experiência coreana.

Outro ponto foi o crescimento do papel das instituições públicas no financiamento do investimento das firmas, principalmente através de instituições como Banco do Brasil e BNDES (então BNDE criado em 1952), como forma de suprir a omissão da oferta de linhas de crédito da iniciativa privada, mas insuficiente para suprir as necessidades das firmas. A so-

lução para as firmas nascentes era utilizar recursos do autofinanciamento, beneficiadas pela existência de altos *mark-ups* oriundos da inflação, crescimento do mercado interno e protecionismo (Studart, 1995, p. 112-113). Indiretamente, as companhias familiares utilizavam a instabilidade para alavancar o crescimento aceitável e importante de fundos no caso das grandes empresas e obras estruturais, o caminho acaba sendo a utilização de financiamento público e empréstimos externos considerando o montante de recursos exigidos.

Apesar da instabilidade financeira, a economia real conseguiu manter um crescimento médio de 7% do produto e 15% em investimento anual entre 1947 e 1966, época que marca o aprofundamento das políticas estatais para a industrialização. Em destaque o Plano SALTE (iniciais de Saúde, Alimentação, Transporte e Energia) do governo Eurico Gaspar Dutra, apresentado em 1947 e abandonado em 1951 por não cumprir as metas; a fundação de grandes empresas estatais como Companhia Siderúrgica Nacional (1941), Vale (1942) e Petrobras (1953), além do principal agente de financiamento público, o BNDES (1952); o Plano de Metas do governo Juscelino Kubitschek (1956-1961) que propunha o aprofundamento e aceleração da industrialização. No fim do período, o país tinha avançado para construir a estrutura produtiva, mas os problemas de inflação, desigualdade, comprometimento externo entre outros começaram a entrar o aprofundamento do processo.

Ao longo do período é possível identificar três características presentes até os tempos atuais na articulação do sistema financeiro brasileiro. A primeira, a falta de comprometimento entre capital financeiro e industrial impregnada pela ascensão da instabilidade inflacionária, oportunidades de ganhos especulativos e de curto prazo no financiamento do consumo. Assim, na medida em que a economia se modificava, quebrava-se a lógica de funcionamento das instituições bancárias de menor porte existentes pré-1930 que atu-

avam de forma “clássica” no provimento de fundos para os investimentos produtivos. A segunda, o crescimento da oferta de crédito público buscando suprir a lacuna deixada pelas instituições privadas ainda que de forma não organizada e sistemática, buscando encontrar um arranjo institucional de bancos de desenvolvimento e públicos de varejo que dessem a capilaridade e suporte ao processo de modernização da economia nacional. A terceira, a opção de autofinanciamento das empresas para superar a falta de canais de crédito externo, adicionando a facilidade de obter rendas na especulação utilizando a instabilidade econômica dentro de um mercado em crescimento, protegido e menos competitivo.

### 3.2 Reformas financeiras e inconsistências

O aprofundamento do processo de industrialização traz a necessidade da construção de uma estrutura financeira capaz de dar suporte ao desenvolvimento, absorvendo e criando demandas por produtos e serviços financeiros. Na experiência internacional, o ponto fundamental para a construção da estrutura financeira ocorre na reforma financeira que fornece os parâmetros de funcionamento, estabelecendo regras e maior estabilidade. Por exemplo, Vitols (2001) argumenta que as reformas financeiras dos anos 1930 direcionaram os Estados Unidos a adotarem o sistema *market-based*, o Japão (baseada em instituições privadas) e Alemanha (baseada em instituições públicas e privadas) de *bank-based* incorporando características da construção social, política e econômicas alicerçadas pela regulação e orientação estatal. Nos países de industrialização recente podemos destacar o caso coreano. A reforma financeira de 1965 constitui um marco ao articular a política industrial com o suporte financeiro, utilizando a intervenção estatal e o direcionamento de crédito, além de fomentar a construção de um forte mercado de capitais a partir de 1972, como opção de canal de financiamento alternativo para as firmas (Nam, Kim, 1994).

No Brasil, o ponto nevrálgico da orientação do sistema financeiro para o aprofundamento da industrialização se deu nos anos 1960, quando o governo militar assumiu o poder em 1964 e colocou em prática reformas estruturais materializadas no Programa de Ação Econômica do Governo aplicado entre 1964 e 1967. O objetivo era solucionar os obstáculos ao crescimento econômico com destaque ao combate a inflação e construção de arranjos que permitissem aprofundar a industrialização. Nesse contexto, a criação de mecanismos de crédito de longo prazo era vista como fundamental, em conjunto com a atração de instituições privadas para fornecimento de crédito à produção.

Sobre o aspecto financeiro, a reforma tem como objetivo proporcionar a estrutura moderna e criar canais para o financiamento de longo prazo, tendo como foco o suporte ao crescimento. As quatro principais medidas consistiam em:

- i) **Instituição da correção monetária e mercado de títulos públicos:** estabelecendo um elemento de estabilidade para os investidores, aceleração inflacionária e transformações na economia. Ao mesmo tempo cria um mercado de títulos público como forma de abrir um canal de financiamento interno ao Estado. A união dos dois elementos fornecia a base para a criação de uma dinâmica interna de mercado de títulos.
- ii) **Criação do Conselho Monetário Nacional e Banco Central pela Lei n. 4.595/1964:** as instituições fundamentais para organização, fiscalização e sofisticação da estrutura financeira. Desta forma passou a ter uma autoridade capaz de conduzir a política monetária e arcar com a fiscalização, enquanto o CMN dita as regras de funcionamento.
- iii) **Criação do Sistema Financeiro Habitacional Lei n. 4.320/1964:** possui como particularidade da

reforma criar uma instituição pública voltada para o financiamento imobiliário. Constituiu-se numa opção para as famílias adiantarem a capacidade de adquirir novos e melhores imóveis, importantes no desenvolvimento urbano, aumento no nível de bem estar e movimentação da economia. Em paralelo, constituiu uma intervenção direta no direcionamento de fundos para construção desde setor do sistema financeiro.

- iv) **Reforma do mercado de capitais com base no modelo norte-americano de instituições, especialização e segmentação de mercado por meio da Lei n. 4.728/1965:** na época, era comum países em desenvolvimento e/ou reestruturação financeira tomarem o modelo norte-americano para construção de estruturas financeiras disciplinadas na produção. Semelhante ao que ocorreu no Japão pós-1945 buscou-se, no Brasil, criar uma família de bancos privados que dessem suporte a reconstrução e a estrutura produtiva.

No Brasil, a reforma financeira, também denominada Campos-Bulhões, pela liderança do Ministro da Economia, Octávio Gouveia de Bulhões, e Ministro do Planejamento, Roberto Campos, buscava impor o modelo norte-americano institucionalizado após a Grande Depressão dos anos 1930. Entretanto, a proposta previa que o sistema seria operado em um ambiente de baixa inflação, segurança institucional e que as empresas tivessem interesse em procurar investidores por meio dos mercados de capitais. Isto, no entanto, não ocorreu. No fim dos anos 1960 vivia-se uma aceleração inflacionária, taxas de juros crescentes, ondas especulativas na bolsa de valores fomentadas pelo uso de títulos indexados e não indexados (Stuart, 1995, p. 126-127).

Antes do fim da década de 1960, a estrutura de organização norte-americana do sistema financeiro foi abandonada,

motivada pela pressão dos banqueiros e governo que viam no modelo europeu de banco múltiplo uma melhor solução para elevar o grau de concentração/conglomerado justificado como forma de aumentar a eficiência e reduzir os custos dos empréstimos. Assim, o número de bancos comerciais privados nacionais caiu de 188 em 1968 para 72 em 1974 (Macarini, 2007). Nos anos 1970, os bancos ganharam incentivos para participarem de empresas da economia real na tentativa de articular o capital industrial e financeiro no mesmo grupo. Em paralelo, fortalecia-se a ideia de criar grandes empresas brasileiras como forma de fortalecer o “poder nacional”, semelhante a políticas industriais encontradas na Alemanha, Japão e Coreia.

As instituições mais beneficiadas com a política de conglomerado e vencedoras do processo de concentração foram: Banco Real, Unibanco, Bradesco e Itaú. Denominados por Costa (2002) pela sigla RUBI por constituírem os maiores bancos brasileiros e conglomerados financeiros até os anos 1990. Se de um lado, conseguiram criar grupos empresariais fortes, de outro, as instituições não mudaram a lógica de atuação no mercado, baseando as operações em especulação e crédito de curto prazo, sem se comprometer com a criação de linhas de crédito de longo prazo para outros grupos.

Nos anos 1970, o governo militar vislumbrava aprofundar o processo de industrialização aproveitando o enfrentamento proativo da crise internacional que se materializava com os choques do petróleo (1973 e 1979), crises financeiras, comprometimento do crescimento e políticas retracionistas nos países centrais. Assim, foi lançado o II Plano Nacional de Desenvolvimento – ou II PND que entre 1975 e 1979 buscava estimular a produção de insumos básicos, bens de capital, alimentos e energia, lançando o país para uma nova fase na industrialização. Tal modelo representou o uso da política fiscal como incentivo, ampliou a participação das estatais através de megaprojetos da indústria de base, como aumento

do endividamento externo aproveitando-se da elevada liquidez internacional (Mantega, 1997). Existia um elemento crônico de fragilidade financeira que se materializava nos anos 1980, quando a política monetária norte-americana mudou de viés e passou a combater a inflação através do aumento das taxas de juros. A nova política levou a atração de capital para os EUA e ao aumento do custo do endividamento dos países periféricos como Brasil, redundando na aceleração da inflação, baixo crescimento e crise de endividamento externo.

Durante o regime militar as reformas e políticas para o setor financeiro não reduziram o distanciamento entre os setores real e financeiro. O mercado de capitais era instável e sujeito a ondas especulativas. Os bancos privados não se voluntariavam em estabelecer relações de longo prazo com investimentos produtivos apesar de favorecidas pela política de conglomerado e incentivo a construir divisões em setores industriais da economia. O resultado foi o fortalecimento do financiamento público e do autofinanciamento, acentuados com a ascensão da crise do fim da década de 1970. Em si, o crescimento do crédito público não é um problema pois se constitui em instrumento de política industrial e desenvolvimento, ao permitir que as firmas encontrem canais de financiamento para suas atividades e, em relação às famílias, a compra de bens de elevado valor como imóveis.

### **3.3 Legado da interação entre a estrutura financeira e a produtiva**

Nos anos 1980, a articulação entre o setor produtivo e o financeiro se perdeu junto com os problemas macroeconômicos, esgotamento do modelo de desenvolvimento prevalente desde a década de 1930. Assim, o país perdeu no ponto de inflexão na industrialização nos anos 1960/1970 para estabelecer o modelo institucional capaz de dar suporte ao investimento das firmas para se adaptarem às peculiaridades nacionais. Entretanto, quando se olha a experiência da Coreia que

seguiu trajetória semelhante a brasileira, as diferenças são notáveis em relação a política industrial, de fortalecimento dos conglomerados nacionais, inserção internacional e suporte financeiro verificadas nos anos 1980 (ver Tabela 2).

A visão de Dosi *et al.* (1994) critica o modelo de industrialização latino-americano em função da pouca ênfase na construção de um sistema nacional de inovação que colocasse os países como participantes ativos no desenvolvimento de novas tecnologias. Assim, influenciando negativamente a capacidade de competição global como resultado do atraso tecnológico, refletida na dificuldade de desenvolver produtos e processos de maior valor agregado e inovadores. Por outro lado, Katz (2005) destaca que o modelo não foi um erro dos países latino-americanos, pelo menos no nível da firma. O autor afirma isso baseado nas evidências de que até os anos

1970, quando ocorria o crescimento da intensidade tecnológica e valor agregado com a aquisição de plantas industriais, absorção de tecnologia estrangeira, fomentados através do crescimento das atividades de P&D. Entretanto os problemas macroeconômicos dos anos 1980 forçaram as empresas a cortarem recursos na área de desenvolvimento e rever as políticas de investimento, bem como repensar a lógica de negócio ou, em situações extremas, fechar as portas.

Na América Latina, mesmo as grandes empresas viam o crédito de órgãos públicos escassearem em meio a crise da dívida externa, da dívida pública, inflação descontrolada e recessão, deixando-as em péssima situação. Na década de 1990, a destruição da estrutura institucional do modelo com a redução da intervenção estatal, abertura financeira e comercial, favorecendo a primarização da estrutura econô-

**Tabela 2\_Divergências sobre os sistemas nacionais de inovação na década de 1980**

| Sudeste Asiático                                                                                                       | América Latina                                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Expansão da educação com elevada porcentagem de engenheiros                                                            | Expansão do sistema educacional com baixa porcentagem de engenheiros              |
| Rápido crescimento de atividades técnicas e científicas no nível da firma, especialmente em pesquisa & desenvolvimento | Baixo crescimento ou estagnação no nível das empresas, pesquisa & desenvolvimento |
| Desenvolvimento de forte infraestrutura científica e tecnológica                                                       | Fraca infraestrutura tecnológica                                                  |
| Forte influência dos modelos de gestão e rede organizacional                                                           | Influência dos modelos norte-americanos                                           |
| Elevado nível de investimentos com investimento direto japonês                                                         | Declínio do investimento estrangeiro e baixos níveis de investimento              |
| Pesado investimento em telecomunicações                                                                                | Baixo desenvolvimento das modernas telecomunicações                               |
| Forte e rápido crescimento da indústria de eletrônicos com olhos para o mercado externo                                | Fraca indústria de eletrônicos com baixas exportações                             |
| Crescimento da participação internacional em redes e acordos                                                           | Baixa participação nas redes internacionais de tecnologia                         |

Fonte: Dosi *et al.* (1994, p. 34)

mica e desnacionalização produtiva (Cimoli *et al.*, 2003; Katz, 2005). No Brasil, a situação foi agravada com a implantação do Plano Real em 1994, que utilizou o câmbio valorizado e as altas taxas de juros para controlar a inflação, ainda que limitada pela estrutura institucional mais forte e arredia às reformas pró-mercado e à abertura do que países vizinhos como a Argentina.

Ao analisar a estrutura de financiamento das grandes empresas no período percebe-se o elevado peso do autofinanciamento (ver tabela 3). Entretanto, cabe ressaltar a variedade de resultados graças à metodologia, amostra e avaliação dos dados, podendo causar aparentes inconsistências. Outra ressalva é que na conta de autofinanciamento entram o que a empresa obtém no mercado financeiro e outras operações, podendo constituir uma fonte barata e rápida de financiar os investimentos, sobretudo quando são grandes empresas com departamentos financeiros sofisticados e que sabem aproveitar as oportunidades no mercado financeiro.

Os bancos privados mantiveram a tradição de não se envolver no investimento produtivo, mantendo o foco nas operações de curto prazo e financiamento da dívida pública. Tal fato foi mantido mesmo com a perda da fonte de receita oriunda da especulação através da alta inflação, reestruturação proposta pelo Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Sistema Financeiro Nacional objetivando a solidez do sistema. Em paralelo, a privatização dos bancos estaduais e a entrada dos estrangeiros comprando instituições nacionais não foram capazes de alterar o cenário. Tal fenômeno ficou explicitado pelo aumento de 7% para 25% entre 1994 e 2000 do crédito oriundo de bancos de capital estrangeiro. Contudo, os bancos multinacionais não alteraram o volume de crédito para as empresas, mas sim se adaptaram ao modelo de negócio em voga pelos bancos nacionais (Carvalho *et al.*, 2002). Assim, desmontando um dos argumentos que davam suporte a abertura e desna-

**Tabela 3** Estudos sobre os canais de financiamento das firmas brasileiras

| Estudo                            | Metodologia                                                                                   | Fontes (em %) |        |       |
|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|--------|-------|
|                                   |                                                                                               | Interna       | Dívida | Ações |
| Singh (1995)                      | Análise dos balanços das 100 maiores empresas de 10 países em desenvolvimento entre 1980-1990 | 56,4          | 7,7    | 36    |
| Ferreira e Brasil (1997)          | Amostra com 11 empresas brasileiras entre 1985-1991                                           | 46,6          | 31,2   | 20,4  |
| Bielschowsky <i>et al.</i> (1997) | Analisa 730 empresas brasileiras através de questionários entre 1995-1999                     | 55            | 40     | 5     |
| Junior e Melo (1999)              | Amostra com 24 grandes empresas brasileiras entre 1987 a 1996                                 | 63,9          | 29,6   | 6,5   |

Fonte: Elaborada pelos autores

Nota: Ressaltamos que as metodologias diferentes podem resultar em resultados diversos, especialmente em relação ao tamanho da amostra, forma de identificar e contabilizar as fontes de financiamento.

cionalização da estrutura financeira em voga nos anos 1990, incorporada nas reformas neoliberais para os países em desenvolvimento e patrocinadas pelo Fundo Monetário e Estados Unidos, sob o prisma do ataque a repressão financeira.

Os bancos públicos responsáveis pelo crédito da produção, especialmente o Banco do Brasil e BNDES, estavam em processo de reestruturação derivado de problemas em gestões passadas e o peso de fazerem parte da política industrial e financeira do país. Principalmente o BNDES estava voltado

para organizar e financiar o processo de privatização e desmonte das empresas públicas.

Entretanto, a estabilidade e perspectiva de crescimento do mercado interno, um miniciclo de modernização identificado entre 1995 e 1997, contudo sem constituir uma onda de investimentos de longo prazo, logo foi abortada pela crise asiática de 1997-98 (Bielchowsky, 1999). Os setores mais dinâmicos foram os de bens de consumo, beneficiados pela irrigação de créditos de médio prazo. Em contraponto, os menos dinâmicos são de bens intermediários e de capital, agudizados nos setores intensivos em tecnologia que apresentaram grandes dificuldades para serem competitivos. A medida pode ser observada quando se olha participação no PIB industrial e crescimento anual, discriminado por setores (ver tabela 4).

**Tabela 4\_ Composição do PIB industrial: 1996-2004**

| Setores                | Variação (em %) | Crescimento anual (em %) |
|------------------------|-----------------|--------------------------|
| Sistemas complexos     | 19,52           | 2,00                     |
| Processos contínuos    | 3,00            | 0,33                     |
| Processos fundamentais | 82,22           | 6,89                     |
| Engenharia de produto  | -7,16           | -0,82                    |
| Baseado em ciência     | -9,61           | -1,12                    |

Fonte: adaptado de Gonçalves e Yonamini (2010, p. 77)

O cenário que se apresenta entre a crise cambial de 1998-99 e os primeiros dois anos do mandato de Luiz Inácio Lula da Silva é de crise econômica. As grandes empresas nacionais enfrentam dificuldades em obter financiamento público, dos mercados financeiros e internos para sustentar investimentos. Ao mesmo tempo, tais empresas colocavam-se frente a frente com o acirramento da competição externa, ofertas de compras de controles acionários por empresas estrangeiras e falta de uma política industrial que de fato delimitasse as diretrizes para o desenvolvimento das firmas.

As novas, pequenas e médias empresas sofriam com a repressão financeira pela dificuldade em obter crédito no sistema financeiro e, quando conseguiam, as taxas eram altas com prazos curtos, dificultando a compensação do investimento (Abramovay, Carvalho, 2004). No que tange ao financiamento das empresas de tecnologia, as pequenas e médias possuem dificuldades em conseguir fontes de financiamento para investimento em projetos tecnológicos, mas as grandes não (Gonçalves, Yonamini, 2010). Assim, o cenário adverso enfrentado pelas empresas esbarra na ausência de canais de financiamento privado e dificuldades em conseguir recursos públicos, sendo ignoradas como agentes de construção da estrutura produtiva e geradores de inovações e tecnologias.

Em relação ao comércio exterior que representa um indicativo da produtividade e competitividade da indústria brasileira, o IPEA (2012) revela que entre 2005 e 2011, na pauta de exportações, os produtos básicos subiram sua participação de 29,3% para 38,7%, enquanto os manufaturados caíram de 55,1% para 44,1% mantidos os preços constantes. Na visão do IPEA, a fraqueza nas exportações de manufaturados brasileiros está atribuída a problemas de competitividade através da política cambial que mantém a moeda valorizada e juros altos para controlar a inflação e os fatores estruturais especialmente a falta de investimento. Nesse contexto, a limitação do investimento está relacionada com a falta de articulação entre o real e o financeiro não permitindo as empresas buscarem canais para alavancar seus projetos de ampliação da capacidade, desenvolvimento de novos produtos, processos e tecnologias capazes de competir globalmente.

A literatura sobre o tema da desindustrialização enfatiza o papel do câmbio no processo de desindustrialização da economia brasileira nas últimas décadas. Para Feijó (2007) as taxas de juros elevadas e os canais macroeconômicos provocavam a valorização cambial e queda na demanda interna,

sobrevalorização cambial e desincentivo ao investimento. A solução vista com simpatia por Oreiro *et al.* (2011) são políticas que propiciem a desvalorização cambial trazendo efeitos positivos sobre o produto industrial, exportações de manufaturados e investimento.

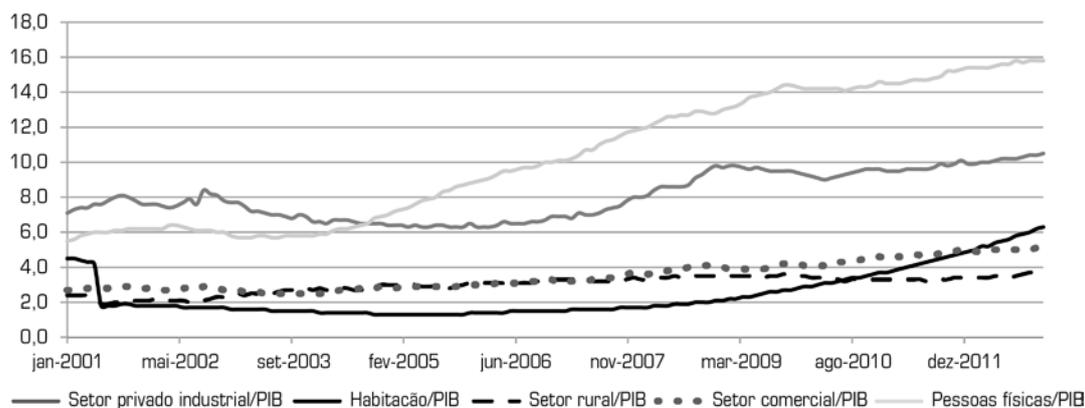
Entretanto, estudos como Gonçalves e Yonamini (2010) mostram que a estrutura para o financiamento da indústria está voltada para o desenvolvimento tecnológico, mas também mostra que a transferência de recursos para a indústria como um todo é fundamental. Tal fato-chave constituiria um dos elementos para viabilizar projetos existentes e acelerar novos projetos levando a maior competitividade internacional. O importante é não se restringir a pensamentos gerais sobre investimento agregado, mas em política industrial e coordenação que direcionem os recursos para as indústrias consideradas chaves. A ideia é basear-se em países como Alemanha, Japão e Coreia que, mesmo com problemas de câmbio, conseguem a inserção econômica global baseada no desenvolvimento de tecnologia e sofisticação de produtos.

#### 4\_Novo arranjo institucional para a articulação financeira e produtiva?

A construção e transformações da articulação entre estrutura produtiva e financeira da década de 1930 até a abertura dos anos 1990 apresentou como característica inerente o binômio autofinanciamento e crédito público para as firmas. Na década de 2000, em especial no período de crescimento entre 2004 e 2008, ocorreu uma financeirização da economia brasileira com aceleração da demanda via oferta do crédito (Bruno *et al.*, 2009). Desta forma, inicialmente observamos dois fenômenos (ver Gráfico 1). O primeiro é o crescimento de oferta baseada no crédito a pessoa física para consumo de curto prazo, fornecido por instituições privadas e bancos de varejo públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal). O segundo, que é o crédito direcionado ao setor industrial, foi ultrapassado pelo crédito a pessoa física em 2003, se abaixo de 10% do PIB.

Entre as grandes empresas brasileiras o papel do autofinanciamento e dos bancos públicos se manteve preponderante. Evidenciados em pesquisas como a de Carneiro *et al.* (2009) que, por meio de questionário, analisou como 158 empresas de

Gráfico 1\_Distribuição de crédito em relação ao PIB: 2001-2012 (em %)



Fonte: BACEN

capital aberto com ações negociadas na Bovespa, entre 2006 e 2008, financiavam seus investimentos. Os resultados indicaram que os recursos eram oriundos do autofinanciamento (37,7%), BNDES (30,5%), mercado internacional (10,5%), bancos públicos (8,6%) e mercado nacional (5,9%). A realidade descrita por estas firmas não pode ser tomada como padrão para as demais. No entanto, revelam a forte participação do crédito público para as empresas que teoricamente teriam maior facilidade em angariar recursos no mercado financeiro, por meio de investidores institucionais e bancos nacionais e internacionais.

Por outra perspectiva, o elevado grau de autofinanciamento pode não contar toda a história, levando em conta que as empresas obtêm recursos próprios de várias fontes como vendas de produtos e aplicações financeiras. Esta última forma, beneficiada pelo ambiente de maior liberdade proporcionado pela desregulamentação e liberalização financeira, especialmente através do uso de inovações financeiras e derivativos, constitui uma alternativa de financiamento de investimento fugindo das pressões externas sobre a administração da companhia e o peso do endividamento (Adam, 2002; Bartram *et al.*, 2009). Entretanto, o uso da valorização financeira da empresa diante dos investidores e o uso da especulação, potencialmente desestabilizadores pela instabilidade inerente de um mercado desregulado, em país em desenvolvimento ficam fragilizadas em relação as variações da liquidez internacional e desvio das atividades produtivas para objetivos de curto prazo em nome da especulação e dos ganhos financeiros.

No Brasil, a despeito do mercado de capitais atrofiado, as grandes empresas e as exportadoras descobriram, ao longo da última década, inovações financeiras e especulação como formas de valorizar as ações, alavancar ganhos e viabilizar investimentos. Tais estratégias ficaram evidentes durante a crise financeira mundial de 2008-2009, quando chegou ao

Brasil trazendo o primeiro impacto da desvalorização cambial, comprometendo as operações com derivativos das firmas que apostavam na valorização do real (Garcia, Vervloet, 2009; Fornazier *et al.*, 2011). Naquela ocasião, a desvalorização de cerca de 40% do real frente ao dólar no último trimestre de 2008, levou ao prejuízo de cerca de R\$ 40 bilhões para 200 grandes empresas. Não se pode dizer que era um movimento especulativo proposital ou uma forma de proteção e levantamento de fundos. As firmas usaram tal estratégia para enfrentarem o ambiente desfavorável e se manterem competitivas no cenário internacional buscando viabilizar seus investimentos.

Em paralelo, a crise decorrente da queda da demanda externa conduziu a políticas do governo federal de incentivo ao consumo e fortalecimento da demanda interna. Para isso o governo federal utilizou os bancos públicos como forma de irrigar o mercado de crédito e reduzir a retração das instituições privadas em relação ao consumo e resgatar as empresas privadas em dificuldades. Assim, combateu a redução de empréstimos das instituições privadas (queda de crescimento de 25% para 10% em 2010), mas com crescimento de 30% das instituições públicas em 2009. Em destaque está a informação de que 75% dos financiamentos habitacionais são oriundos de financiamento público, crescendo cerca de 40% ao ano (IPEA, 2011). Tal fato explica a manutenção de elevados níveis de empréstimos a pessoas físicas e o crescimento acentuado dos empréstimos bancários entre 2009 e 2011 (Ver Gráfico 1).

Para as empresas os efeitos da crise avançavam em relação à perda de demanda externa para problemas oriundos das perdas pela atuação no mercado financeiro e redução da oferta de fundos. Assim, gerou uma situação calamitosa que levou a intervenções do governo por meio dos bancos públicos para manter as linhas de crédito abertas e evitar agravamento da crise. Naquele caso o BNDES agiu não ape-

nas como um provedor de recursos, mas também como um instrumento para reorganização do setor evitando que companhias chaves da economia brasileira entrassem em colapso. O então presidente da instituição, Coutinho (2011), contou em entrevista à revista Cadernos do Desenvolvimento a atuação da instituição para socorrer o setor e traçar estratégias para superar a crise.

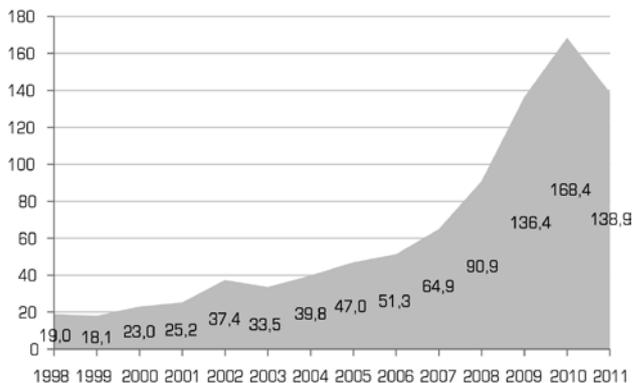
Em números, o BNDES merece maior atenção por ser o principal agente provedor de fundos para o setor produtivo, especialmente oferecendo linhas de crédito de longo prazo, escassas no mercado privado nacional. Os desembolsos do BNDES na última década foram multiplicados por quase 10 vezes, ganhando impulso a partir do segundo governo Lula, em 2006. Assim, os desembolsos passaram de R\$ 18 bilhões em 1998 para R\$ 138 bilhões em 2011, com pico de R\$ 168 bilhões em 2010 (ver gráfico 2). Tais desembolsos contribuíram para que os empréstimos ao setor industrial se mantivessem na casa de 10% do PIB, mesmo contando com a dificuldade de grandes companhias que foram prejudicadas com as variações do mercado financeiro.

Olhar apenas os desembolsos de recursos não é um bom indicativo sobre os efeitos na estrutura industrial. Uma das formas de melhor observar como recursos irrigam a economia está em analisar o destino por porte de empresa (ver Gráfico 3). No período de 1998 e 2011, o desembolso para as grandes empresas caiu de 87% para 64% em que as maiores beneficiadas foram as micro/pequenas que passaram de 2% para 19%. Mesmo assim, mais de ¾ dos recursos do banco são direcionados para as grandes empresas, frequentemente as que possuem maior facilidade em obter recursos de outras fontes e operar no mercado financeiro.

Ao longo da década de 2000 e acentuado com a crise financeira internacional (2007-...) o crédito público para consumo, investimento e aquisição de imóveis ganhou protagonismo, principalmente como política anticíclica e esta-

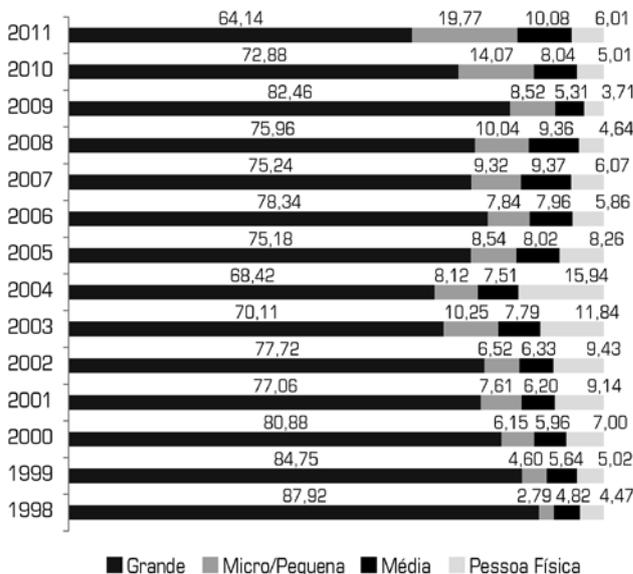
**Gráfico 2\_Crescimento dos desembolsos do BNDES: 1998-2011**

(em R\$ bi)



Fonte: BNDES

**Gráfico 3\_Destino dos desembolsos do BNDES: 1998-2011 (em %)**



Fonte: BNDES

bilizadora. Entretanto, a pauta de empréstimos do BNDES como principal financiador da indústria continuou dominada pelas grandes empresas que teriam maior facilidade em obter recursos.

ter crédito nacional, internacional e no mercado financeiro. Por outro lado, as empresas de menor porte continuam com dificuldades em angariar recursos do banco, a despeito do aumento tímido da participação ao longo do tempo. Portanto, a dificuldade de conseguir crédito privado, recursos no mercado acionário e em investidores institucionais, força as empresas a se basearem no autofinanciamento, prejudicado pela maior estabilidade da economia e competição.

## 5 Considerações finais

O trabalho teve como objetivo identificar as principais características da interação entre estrutura produtiva e financeira ao longo da história de industrialização brasileira. As conclusões indicam que o crédito público manteve um protagonismo no financiamento de investimentos produtivos, financiamento de aquisição de imóveis para pessoas físicas e nas políticas anticíclicas de sustentação da demanda interna, episódio da crise financeira internacional, que teve início em 2007.

As características da estrutura financeira brasileira desenvolvida ao longo do processo de industrialização são sintetizadas em três blocos. O primeiro, de que a reforma financeira Campos-Bulhões (1964-1967) e as adaptações que se seguiram durante o governo militar não conseguiram disciplinar a estrutura financeira para dar suporte à produção. Tais ações mostraram-se incapazes de adaptar o modelo norte-americano de instituições compartimentalizadas para a realidade instável de elevada inflação de um país em desenvolvimento. O segundo, a repressão financeira e as dificuldades no financiamento dos investimentos por fontes públicas e privadas afetaram negativamente a proliferação de investimentos, desenvolvimento tecnológico e competitividade. A realidade foi marcante, sobretudo afetando as empresas nascentes, pequenas e médias que acabaram contando apenas com recursos

próprios para crescer, fato acentuado pela falta de uma política industrial que as privilegiasse no acesso ao crédito e desse suporte a sua inserção no mercado. O terceiro, as evidências indicam que as características do binômio financiamento público e autofinanciamento persistem. Desta forma, mantendo a segregação entre as grandes e demais empresas levanta a necessidade de reavaliar as políticas de direcionamento de crédito e formação do mercado de capitais e investidores institucionais. Tais atores são considerados fundamentais para aprofundar o investimento produtivo, avanço tecnológico e competitividade internacional, fazendo parte de uma política industrial mais ampla.

Cabe ressaltar que a falta de uma participação ativa dos bancos privados no financiamento de longo prazo do setor produtivo e aquisição de bens por pessoas físicas não representa em si um malefício. A questão recai sobre a dificuldade das firmas encontrarem canais de financiamento, públicos, privados, mercado de capitais. Para isso necessitam de uma interação entre política industrial, instituições financeiras públicas e privadas e agentes e construir os caminhos da capilarização dos recursos para as áreas consideradas estratégicas e a abertura de canais na obtenção de fundos.

## Referências Bibliográficas

- ABRAMOVAY, Ricardo; CARVALHO, Carlos Eduardo. O difícil e custoso acesso ao sistema financeiro. In: SANTOS, Carlos Alberto (Orgs.). *Sistema financeiro e as micros e pequenas empresas: diagnósticos e perspectivas*. 2ª ed., Brasília: Sebrae, 2004, p. 15-45.
- ADAM, Timr. Do firms use derivatives to reduce their dependence on external capital markets? *European Finance Review*, n. 6, p. 163-187, 2002.
- ALLEN, Franklin; BARTILORO, Laura; KOWALEWSKI, Oskar. Does economic structure determine financial structure?, 2005. Disponível em: <<http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegna/atti/second/papers/allen.pdf>>. Acesso em: 19 fev. 2012.
- ALLEN, Franklin; QIAN, Meijun; QIAN, Jun; ZHAO, Mengxin. A review of China financial system and initiatives for the future. Wharton Financial Institutions Center, Working Paper n. 08-28, 2008. Disponível em: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/08/0828.pdf>>. Acesso em: 20 jan. 2012.
- ARESTIS, Philip; LUINTEL, Kul; KHAN, Mosahid; THEODORIDIS, Konstantinos. Financial structure and economic growth. Cardiff Business School, Working Paper Series. n. E2008/3, 2008. Disponível em: <[http://business.cardiff.ac.uk/sites/default/files/E2008\\_3.pdf](http://business.cardiff.ac.uk/sites/default/files/E2008_3.pdf)>. Acesso em: 20 dez. 2010.
- BALING, Sandeep; POLAK, Ben. The emergence and persistence of the anglo-saxon and german financial system. *The Review of Financial Studies*, v. 17, n. 1, 2004.
- BARTRAM, Sohnke M.; BROWN, Gregory W.; FEHLE, Frank. International evidence on financial derivatives usage. *Financial Management*, v. 38, n. 1, p. 185-206, 2009.
- BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. Gestão macroeconômica, mudança institucional e revolução burguesa na era Vargas: quando a ortodoxia foi superada? IE/Unicamp, *Textos para Discussão*, n. 146, ago., 2008.
- BECK, Thorsten; LEVINE, Ross. External dependence and industry growth does financial structure matter?, 2000. Disponível em: [http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/16166\\_external\\_dependence.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/16166_external_dependence.pdf). Acesso em: 19 jan. 2012.
- BIELSCHOWISKY, Ricardo; BRANCO, Flávio Castelo; REIS, José Guilherme. Investimentos na indústria brasileira – 1995/1999. Rio de Janeiro: CNI/CEPAL, 1997.
- BIELSCHOWISKY, Ricardo. Investimento na indústria brasileira depois da abertura e do Plano Real: O mini-ciclo de modernizações, 1995-1997. Cepal, *Série Reformas Económicas*, n. 44, Nov, 1999.
- BLOCH, Ruth H.; LAMOREAUX, Naomi R. The private rights of organizations: The tangled roots of the Family, the Corporation, and the right to privacy. 2008. Disponível em: <<http://www.international.ucla.edu/economichistory/naomipage/bloch%20and%20lamoreaux,%20private%20rights,%2011%20sept%202007.pdf>>. Acesso em: 17 dez. 2011.
- BRUNO, Miguel; DIAWARA, Hawa; ARAUJO, Eliane; REIS, Anna Carolina; RUBENS, Mario. Finance-led Growth Regime no Brasil: Estatuto Teórico, Evidências Empíricas e Consequências Macroeconômicas. IPEA, *Textos para Discussão*, 1455, 2009.
- CAPRIO, Gerard; HONAHAN, Patrick. Finance for growth: policy choices in a volatile world. Nova York: Oxford University Press, 2001.
- CARNEIRO, Ricardo Medeiros; ALMEIDA, Júlio Sergio Gomes; CINTRA, Marcos Antônio Macedo; AVANIAN, Claudio; NOVAES, Luis Fernando; FILLETI, Juliana de Paula. Subprojeto padrões de financiamento das empresas não financeiras no Brasil. Relatório Final - de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos, Projeto BnDES/Fecamp, 2009. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/pesquisa/Subprojeto1\\_PIF.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/pesquisa/Subprojeto1_PIF.pdf)>. Acesso em: 25 fev. 2012.
- CARVALHO, Carlos. E.; STUDART, Rogério.; ALVES Jr., Antônio. J. Desnacionalização do setor bancário e financeiro das empresas: a experiência brasileira recente. IPEA, *Textos Para Discussão*, nº 882, 2002.
- CIMOLLI, Mario; CORREA, Nelson; KATZ, Jorge; STUDART, Rogério. Institutional requirements for market-led development in Latin America. CEPAL. *Série Informes y estudios especiales*, n. 11, p. 1-57, jan. 2003.
- COSTA, Fernando N. Origem do capital bancário no Brasil: o caso Rubi. Textos para Discussão IE/UNICAMP, nº 106, mar. 2002.

- COSTA, Fernando N.; DOES, Simone. S. Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira. *Análise Econômica*, v. 20, n. 38, p. 24-44, set. 2002.
- COUTINHO, Luciano. Entrevista com Luciano Coutinho. Cadernos do Desenvolvimento, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 406-419, jul./dez., 2011.
- DA RIN, Marco. Finance and technology in early industrial economies: the role of economic integration. *Research in Economics*, v. 51, n. 3, p. 171-200, 1997.
- DA RIN, Marco; HELLMAN, Thomas. Banks as catalysts for industrialization. *Journal of financial Intermediation*, v. 11, p. 366-397, 2002.
- DOSI, Giovanni. Finance, innovation and industrial change. *Journal of Economic Behavior and Organization*, v. 13, n. 3, p. 299-319, 1990.
- DOSI, Giovanni; FREEMAN, Christopher; FABIANI, Silvia. The process of economic development: introducing some stylized facts and theories on technologies, firms and institutions. *Industrial and Corporate Change*, v. 3, n. 1, p. 1-45, 1994.
- EICHENGREEN, Barry. Financial infrastructure in developing countries. World Bank, Policy Research Working Paper, n. 1379, 1994.
- FEIJÓ, C. Desindustrialização e os dilemas do crescimento econômico recente. Estudos IEDI. 2007. Disponível em: <[http://www.lpp-buenosaires.net/outrobrasil/docs/2452007161112\\_\\_\\_desindustrializacao%20MAIO%202007.pdf](http://www.lpp-buenosaires.net/outrobrasil/docs/2452007161112___desindustrializacao%20MAIO%202007.pdf)>. Acesso em: 25 fev. 2012.
- FERREIRA, L. de S.; BRASIL, H. G. Estrutura de capital: um teste preliminar da “Pecking Order Hypotesis”. In: Encontro da ANPAD, 21, 1997, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 1997.
- FIORI, José Luis. O ‘desenvolvimentismo’ asiático. Carta Maior. Publicado em 26 jan. 2012. Disponível em: <[http://www.cartamaior.com.br/templates/colunaMostrar.cfm?coluna\\_id=5428](http://www.cartamaior.com.br/templates/colunaMostrar.cfm?coluna_id=5428)>. Acesso em: 15 fev. 2012.
- FORNAZIER, Armando; JÚNIOR, Pedro dos Santos Portugal; MADI, Maria Alejandra Caporale. Condicionantes macroeconômicos da tomada de decisão nas empresas no Brasil: uma análise no contexto da crise de 2008. In: Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 4, 2011. Rio de Janeiro, AKB, 2011.
- GARCIA, Marcio; VERVLOET, Werther. (2009). Incentivo perverso das reservas internacionais brasileiras: o caso das empresas exportadoras. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td564.pdf>. Acesso em: 29 nov. 2011.
- GERSCHENKRON, Alexander. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays*. Cambridge, Mass.: Belknap, 1962.
- GOLDSMITH, Raymond W. *Financial structure and development*. New Haven: Yale University Press, 1969.
- GONÇALVES, Flávio de Oliveira; YONAMINI, Fernanda Marie. Financiamento do crescimento da indústria brasileira: seriam as fontes adequadas aos regimes tecnológicos setoriais? *Revista Brasileira de Inovação*, v. 9, n. 1, p. 62-92, jan./jun., 2010.
- HICKS, John. *A theory of economic history*. Oxford: Clarendon Press, 1969.
- HOLMSTROM, Bengt; TIROLE, Jean. Market liquidity and performance monitoring. *The Journal of Political Economy*, v. 101, n. 4, p. 678-709, ago., 1993.
- IPEA. Análise temática - exportações de manufaturados: limitações ao crescimento. *Conjuntura em Foco*, n. 17, n. 4, fev., 2012.
- IPEA. Bancos públicos sustentaram o crescimento do crédito. Publicado em 10 ago., 2011. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=comcontent&view=article&id=9836>>. Acesso em: 21 dez. 2011.
- JUNIOR, Waldery Rodrigues; MELO, Giovanni Monteiro. Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil. IPEA, *Textos para Discussão* n. 653, 1999.
- KATZ, Jorge. A dinâmica do aprendizado tecnológico no período de substituição das importações e as recentes mudanças estruturais no setor industrial da Argentina, do Brasil e do México. In: KIM, L.; NELSON, R. R. (Orgs.). *Tecnologia, aprendizado e inovação: as experiências das economias de industrialização recente*. Campinas: Editora Unicamp, 2005, p. 413-448.
- LA PORTA, Rafael; LOPES-DESILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LEE, Kang-Kook. The post-crisis changes in the financial system in Korea: problems of neoliberal restructuring and financial opening after 1997. *TWN Global Economy Series* n. 20, 2010.
- LEVINE, Ross. Finance and growth: theory and evidence. In: AGHION, Philippe; DURLAUF, Steven (Orgs.). *Handbook of Economic Growth*, v. 1, capítulo 12, p. 865-934, 2005.
- LUCAS, Robert. E. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, v. 22, p. 3-42, 1988.

- MACARINI, José Pedro. A política bancária do regime militar: o projeto do conglomerado (1967-1973). *Economia e Sociedade*, v. 16, n. 3, p. 343-349, 2007.
- MALERBA, Franco. Innovation and the evolution of industries. *Journal of Evolutionary Economics*, v. 16, n. 1 p. 3-23, 2006.
- MANTEGA, Guido. O governo Geisel, o II PND e os economistas. EAESP/FGV/NPP – Núcleo de Pesquisas e Publicações, *Relatório de Pesquisa* n. 3, 1997.
- MEIER, Gerald. M.; SEERS, Dudley. *Pioneers in development*. New York: Oxford University Press, 1984.
- MERTON, Robert; BODIE, Zvi. A conceptual framework for analyzing the financial system, 1995. Disponível em: <<http://www.nek.lu.se/NEKeno/Finance%20B/A%20Framework%20for%20Analyzing%20the%20Financial%20System.pdf>>. Acesso em: 27 jan. 2012.
- MERTON, Robert; BODIE, Zvi. Design of financial systems: towards a synthesis of function and structure. *Journal of Investment Management*, v. 3, n. 1, p. 1-23, 2005.
- MILLER, Merton. H. Financial markets and economic growth. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 11, p. 8-14, 1998.
- NAM, Sang-Woo; KIM, Dong-Wong. The principal transactions bank system in Korea. In: AOKI, Masahiko; PATRICK, Hugh. (Orgs.). *The Japanese main bank system: its relevance for developing and transforming economies*. Oxford: Oxford University Press, capítulo 13, 1994, p. 450-493.
- NELSON, Richard R.; WINTER, Sidney G. *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge: Harvard University Press, 1992.
- O'SULLIVAN, Mary. Finance and innovation. In: FAGERBERG, Jan; MOWERY, David C.; NELSON, Richard R. (Orgs.). *The Oxford Handbook of Innovation*. Oxford: Oxford University Press, p. 240-265, 2005.
- OREIRO, José Luis; MUTTER, Anderson; SOARES, Cristiane. Uma análise das determinantes da desindustrialização no caso brasileiro (1996-2008). Série textos para discussão, n. 361., 2011. Disponível em: <http://visites.unb.br/face/eco/textos/didaticos/WP%20361.pdf>. Acesso em: 20 jan. 2012.
- PATRICK, Hugh. The relevance of Japanese finance and its main bank system. In: AOKI, Masahiko; PATRICK, Hugh. (Orgs.). *The Japanese main bank system: its relevance for developing and transforming economies*. Oxford: Oxford University Press, capítulo 11, 1994, p. 354-408.
- POLANYI, Karl. *The great transformation: the political and economic origins of our time*. Boston: Beacon, 2001.
- PREBISCH, Raúl. The economic development of Latin America and its principal problems. Nova York: ECLA, 1950.
- RAJAN, Raghuram; ZINGALES, Luigi. Financial systems, industrial structure, and growth. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 17, n. 4, p. 467-482, 2001.
- SCHUMPETER, Joseph. *Teoria do desenvolvimento econômico*. São Paulo: Editora Abril, Coleção Os Economistas, 1997.
- SINGH, Ajit. Corporate financial patterns in industrializing economies: a comparative internacional study. The World Bank and IFC, 1995. (*Technical Paper*, n. 2)
- SIRRI, Erik; TUFANO, Peter. The economic of pooling. In: CRANE, Dwight *et al* (Orgs.). *The global financial system: a functional perspective*. Boston: *Harvard Business School Press*, 1995, p. 81-127.
- STIGLITZ, Joseph. Credit markets and the controlo f capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 17, n.1, p. 133-152, 1985.
- STIGLITZ, Joseph. Financial markets and development. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 5, n. 4, p. 55-68, 1989.
- STIGLITZ, Joseph; WEISS, Andrew. Credit rationing in market with imperct information. *The American Economic Review*, v. 71, n. 3, p. 393-410, jun. 1981.
- STUDART, Rogério. *Investment finance in economic development*. Londres e Nova York: Routledge, 1995.
- TAVARES, Maria da Conceição. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*. Rio de Janeiro, Zahar, 1972.
- VITOLS, Sigurt. The origins of bank-based and Market-based financial systems: Germany, Japan and the United States. Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, *Discussion Paper* FS I 01302, Berlim, 2001.
- ZYSMAN, John. *Governments, markets and growth: financial systems and the politics of industrial change*. Ithaca: Cornell University Press, 1983.

Os autores agradecem as críticas e sugestões feitas por parecerista anônimo da revista isentando-o, no entanto, de possíveis erros e omissões ainda persistentes, que são de nossa inteira responsabilidade.

E-mail de contato dos autores:  
 elson129@gmail.com  
 adjcosta@ufpr.br

Artigo recebido em agosto de 2012 e aprovado em março de 2013.

