

Programas de Crédito Dirigido ao Setor Industrial no Brasil: uma Abordagem Através da Nova Economia Institucional

Nilton Clóvis Machado de Araújo

RESUMO

Esse trabalho trata dos mecanismos institucionais envolvidos nos programas de crédito dirigido implementados no Brasil, através do Sistema BNDES, durante os anos setenta e oitenta. O trabalho adota a perspectiva da Nova Economia Institucional, na linha de trabalhos anteriores que analisaram programas desse tipo implementados nos países do Leste da Ásia, em particular na Coreia do Sul e no Japão. A análise do caso brasileiro indica que buscou-se 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 mostraram-se inferiores aos observados nesses países, no que diz respeito a eficiência do arranjo institucional criado na redução dos problemas de informação típicos dos mercados financeiros.

Introdução

Os mercados financeiros são importantes pelo seu papel nas transferências de fundos dos agentes superavitários para os agentes deficitários, possibilitando maior eficiência nas trocas intratemporais e intertemporais de consumo e investimento. Além desses papéis, esses mercados também exercem funções importantes na geração de informação e no controle das empresas. Ao longo do tempo, muitos autores têm destacado a importância desses mercados, em particular no que diz respeito ao seu papel no processo de crescimento econômico. Entre esses autores, pode-se citar Schumpeter (1982), que enfatizou o papel dos bancos nos ciclos de desenvolvimento econômico, e Gerschenkron (1962), que em seus estudos históricos analisou o papel dos bancos nos processos de crescimento dos países de industrialização tardia. Evidências empíricas obtidas mais recentemente por King e Levine (1993) e Demirgüç-Kunt e Levine (1996), contribuem para apoiar a visão desses autores, ao constatarem uma forte correlação entre desenvolvimento financeiro e taxas futuras de crescimento, o que sugere que os mercados financeiros não se comportam como meros seguidores no processo de transformação econômica.

A percepção da importância 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. Essas intervenções ocorreram em geral como parte de políticas de promoção do desenvolvimento através de industrialização rápida. Uma forma típica de intervenção do Estado nos mercados financeiros com esse propósito foram os programas de crédito dirigido, utilizados como instrumentos de política industrial. Esses programas estavam voltados para o apoio de atividades consideradas prioritárias pelos formuladores das políticas industriais e, em geral, eram implementadas por instituições financeiras estatais especiais, como os bancos de desenvolvimento.

Como justificativa teórica para essas intervenções, em geral, estavam os diagnósticos das teorias do desenvolvimento econômico quanto à insuficiência da poupança nos países não desenvolvidos e as conclusões derivadas da microeconômica tradicional, quanto a existência de falhas de mercado. A partir do final dos anos setenta, a postura mais crítica em relação à participação direta do Estado na economia, juntamente com o mau desempenho dos programas de crédito dirigido na maioria dos países, geraram uma onda de críticas a essas políticas. Essas críticas estavam em grande parte baseadas nos trabalhos de McKinnon (1973) e Shaw (1973) e das abordagens teóricas da economia política neoclássica com sua ênfase nas falhas de governo. Essas críticas foram reforçadas pelo surgimento de evidências quanto a má alocação do crédito em muitos dos programas de crédito dirigido implementados nos países não desenvolvidos no período pós II-Guerra.

Mais recentemente, durante os anos oitenta e noventa, abordagens teóricas na linha da chamada Nova Economia Institucional, têm contribuído para lançar novas luzes sobre a qualidade das intervenções do Estado nos mercados financeiros, a partir de pressupostos mais realistas a respeito do funcionamento desses mercados. Essas abordagens analisam as consequências 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 implantação de programas de crédito dirigido. Essas abordagens contribuem para explicar fenômenos como os resultados diferenciados obtidos pelos países que adotaram essas políticas no período pós-II Guerra. O conjunto dessas abordagens tem sido chamado por alguns autores de Nova Economia Institucional, pelas suas conclusões quanto à importância dos

mecanismos institucionais nos resultados econômicos.

Neste artigo, a experiência brasileira em programas de crédito dirigido voltados para o setor industrial privado, implementados através do Sistema BNDES, é analisada através da visão da Nova Economia Institucional. A análise cobre o período pós-1964, com ênfase nas décadas de setenta e oitenta. Os principais resultados obtidos para o caso brasileiro são comparados com as experiências do Japão e da Coreia do Sul, países que se utilizaram amplamente de intervenções do Estado nos mercados financeiros como instrumento de políticas industriais, cujas experiências foram analisadas em diversos trabalhos na linha da Nova Economia Institucional.

1. Assimetria de Informação nos Mercados Financeiros

Os mercados financeiros diferem fundamentalmente dos mercados de bens e 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 do final dos anos setenta têm mostrado como os problemas de informação podem conduzir os diferentes segmentos dos mercados financeiros a resultados ineficientes em termos alocativos, como racionamentos nos mercados de crédito e nos mercados de participação acionária, que limitam o cumprimento do papel dos mercados financeiros na economia.

No caso dos mercados de crédito, Stiglitz e Weiss (1981) mostraram como problemas do tipo risco moral e seleção adversa podem levar os intermediários financeiros a se utilizarem das taxas de juros como instrumentos de seleção de monitoramento de clientes, fazendo com que essas taxas não funcionem como mecanismos de ajuste dos mercados e conduzam estes mercados a situações de equilíbrio com racionamento. Isso acontece por que, com informação assimétrica, uma elevação das taxas pode contribuir para piorar o conjunto de tomadores, ou a induzi-los a um comportamento mais arriscado, levando os bancos a maiores perdas. Além disso, estes autores mostraram que os mercados de capitais não se mostram substitutos adequados na ausência de mercados de crédito de longo prazo, uma vez

que também estão sujeitos às práticas de racionamento de participação acionária. A sensibilidade dos mercados financeiros aos problemas de informação e suas conseqüências sobre o desenvolvimento destes mercados nos países desenvolvidos foi mostrada por Baskin (1988), que analisou os processos graduais de consolidação dos mercados de capitais nos EUA e na Inglaterra entre os séculos XVIII e XX.

Nos países em desenvolvimento, especialmente nos estágios iniciais de desenvolvimento, as imperfeições são agravadas pelas limitações do próprio contexto institucional, tanto no que diz respeito ao ambiente quanto aos arranjos existentes nessas economias. Quanto aos arranjos institucionais, essas economias são normalmente caracterizados por empresas de pequeno e médio porte, disponibilidade de informações imperfeitas sobre as empresas, agravada pela inexistência de organizações difusoras de informação (como agências de "credit rating" e outros mecanismos de divulgação de informações relevantes sobre as empresas). Quanto ao ambiente institucional, a inexistência de legislação básica e regulação do setor financeiro adequadas nos países em desenvolvimento contribuem para tornar os resultados de mercado ainda mais ineficientes sob o ponto de vista alocativo. Nesses países, a existência de racionamentos contribui para inviabilizar investimentos socialmente eficientes, especialmente os geradores de externalidades de natureza tecnológica.

As abordagens acima evidenciam a importância das instituições no 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 dos arranjos institucionais. Em outras palavras, a qualidade da alocação dos recursos através dos mercados financeiros depende das características do contexto institucional existente.

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 onde os agentes econômicos são caracterizados pelo oportunismo e pela racionalidade limitada. Os custos de transação, por sua vez, estariam relacionados principalmente com a elaboração e o cumprimento de contratos. A magnitude dos custos de transação depende das características das operações quanto a incerteza, frequência e 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 (1985) para explicar a racionalidade econômica subjacente aos conglomerados com estrutura multidivisional (M). Esses conglomerados funcionariam como mercados de capitais internos, que possibilitam uma alocação mais eficiente dos recursos em relação aos mecanismos de mercado. Essa análise serve 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. Esse papel seria maior nos estágios iniciais do processo de desenvolvimento, visando suprir as 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. Nesse 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 possíveis, pelo menos enquanto os mercados financeiros privados não se desenvolvem plenamente.

É importante destacar que a imperfeição de mercado identificada pelas abordagens informacionais não endossa uma participação permanente do Estado nos mercados financeiros, sugerindo antes sua retirada gradual a medida que surgem alternativas privadas de financiamento de longo prazo. 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 do que os mercados privados, possibilitando um segundo melhor. Essas intervenções serão eficientes se puderem se aproximar de uma solução tipo mercado de capitais quase-interno, onde os problemas de informação gerariam custos de transação menores do que a solução de mercado. A conjunção dessas duas abordagens ofereceria, além de uma explicação em termos de

racionalidade econômica para as intervenções do Estado nos mercados financeiros, uma explicação para os resultados diferenciados que tem sido obtidos pelos países que as adotaram no período pós II-Guerra.

O conjunto dos modelos que analisam o funcionamento dos mercados financeiros sob assimetria de informação, juntamente com a abordagem dos custos de transação de Oliver Williamson, também chamado de Nova Teoria Institucional por alguns autores (Cho e Hellmann, 1993), tem sido utilizado para analisar os resultados aparentemente eficientes obtidos 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 trabalhos nessa linha, que buscam explicar os resultados desses programas implementados no Japão e na Coreia do Sul no período pós-II Guerra.

2. As experiências do Japão e da Coreia do Sul: A Análise Através 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 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 final dos anos oitenta, mostrou que na maioria dos países em desenvolvimento estas experiências revelaram-se problemáticas, evidenciando problemas de interferência política na alocação dos recursos, elevados níveis de inadimplência e inviabilidade de muitas instituições financeiras estatais encarregadas de implementar esses programas (Banco Mundial, 1989; Fry 1988).

No entanto, para alguns países do Leste da Ásia, destacando-se os casos da Coreia do Sul e do Japão, têm sido apresentadas evidências de que as políticas de crédito dirigido exerceram um papel importante como instrumentos de política industrial, tendo contribuído para as elevadas taxas de crescimento obtidas por estas economias no período pós-II Guerra. 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 dos

programas de crédito dirigido ao setor industrial adotados no Japão e na Coreia do Sul, destacando as explicações baseadas nas abordagens teóricas da Nova Economia Institucional para os resultados obtidos nestes países.

Conforme mostrado na seção anterior, a Nova Economia Institucional destaca a importância dos arranjos institucionais existentes nos mercados financeiros, no sentido de atenuar os efeitos dos problemas de informação sobre a alocação dos recursos nestes mercados e possibilitar uma solução do tipo segundo melhor. 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. Esses problemas teriam sido atenuados graças a existência de instâncias para troca de informações, coordenação e cooperação entre Estado e setor privado nas fases de elaboração e implementação das políticas voltadas para o setor industrial. Também a existência de mecanismos de seleção, incentivo e monitoramento e seleção 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 (M). Esses autores denominaram organização quase-interna o arranjo institucional envolvendo Estado e setor privado na Coreia do Sul (mercado de capitais quase-interno). Segundo esses autores, as características que contribuíram para explicar o bom desempenho dos programas de crédito dirigido nesses países foram a existência de instâncias para troca de informações, coordenação e cooperação no processo de elaboração das políticas industriais, bem como de mecanismos de incentivo para as instituições financeiras e 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, membros das agências estatais, etc), o que teria contribuído para proporcionar incentivos adequados aos diferentes agentes envolvidos. Além disso, o modelo de industrialização voltada para o mercado externo teria proporcionado um mecanismo de monitoramento eficiente dos tomadores, uma vez que a continuidade do crédito estava condicionada a um bom desempenho nesses mercados. Além da

Coréia do Sul, a maior parte dessas características também estariam presentes no caso japonês, o que explicaria a alocação do crédito de forma relativamente eficiente nos programas de crédito dirigido adotados nos dois países.

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 pós-Guerra, implementados pelo Banco de Desenvolvimento do Japão (BDJ). No caso do Japão, esses autores destacaram a importância da credibilidade dos mecanismos envolvidos nos programas de crédito dirigido implementados por essa instituição. Calomiris e Himmelberg também destacam a inexistência de interferência política na alocação do crédito e maior autonomia e responsabilidade do BDJ na alocação dos recursos a sua disposição. Isso explicaria a baixa taxa de perda observada nos programas de crédito dirigido implementados através desse banco, inferiores às taxas observadas nos bancos privados japoneses. Esses autores também mostraram que o efeito desses 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 nesses programas como fatores que também contribuíram para o seu sucesso.

3. A Experiência Brasileira

3.1. Estado e Mercados Financeiros no Brasil no Período pós-II Guerra

A preocupação com a inexistência de fontes de recursos financeiros privados de longo prazo para financiar o investimento industrial na economia brasileira remonta a década de trinta. Nesse período, o sistema financeiro brasileiro estava baseado em bancos, voltados para operações de curto prazo, e o mercado de ações mostrava-se muito pouco desenvolvido. Durante a década de trinta verificaram-se algumas iniciativas, fracassadas, visando a criação de um banco de investimento com recursos privados. A preocupação com a necessidade de recursos de longo prazo acabou culminando com a criação de mecanismos estatais de financiamento, como a CREA (Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil), em 1937. Em 1952 foi criado o BNDE, cuja função inicial era mobilizar e direcionar recursos

financeiros para obras de infra-estrutura e para a indústria básica, ambos empreendimentos estatais.

As abordagens anteriormente apresentadas ajudam a explicar as dificuldades para o desenvolvimento espontâneo de mercados financeiros privados nos países em desenvolvimento, em especial no segmento de longo prazo. No caso brasileiro, as dificuldades para o desenvolvimento de mercados de capitais privados mantiveram-se durante o período pós-guerra, tanto no que diz respeito ao ambiente institucional quanto a inexistência de arranjos institucionais que contribuíssem para atenuar os efeitos dos problemas de informação. A esses fatores, deve-se acrescentar os efeitos da inflação, que manteve-se variável e em patamares elevados durante a maior parte do período pós-II Guerra. Sob condições de inflação elevada e variável, aumenta a incerteza e 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 contribuiu para reduzir ainda mais o horizonte das operações de crédito, ajudam explicar o não surgimento de mercados de crédito e de capitais desenvolvidos 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 os efeitos da inflação sobre as operações financeiras. Ao longo dos anos seguintes, foram criados uma série de outros incentivos voltados para o desenvolvimento dos mercados de capitais privados, como os Fundos 157, a regulamentação dos fundos de pensão, incentivos fiscais e a nova Lei das Sociedades por Ações de 1976, entre outros. No entanto, essas medidas não se mostraram suficientes para possibilitar o surgimento de fontes privadas de recursos de 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 setenta, cujos efeitos sobre o mercado financeiro não foram neutralizados pela utilização do mecanismo da indexação, especialmente sobre os mercados de crédito de longo prazo. Apesar do desenvolvimento do segmento de bancos de investimento verificado durante o

período, suas operações mantiveram-se concentradas no curto e médio prazos e o Sistema BNDES continuou como praticamente a única fonte de recursos de longo prazo.

Paralelamente às Reformas, verificou-se no período pós-1964 a intensificação dos programas de crédito dirigido como instrumento de política industrial, com maior ênfase no setor privado. As modalidades operacionais oferecidas pelo Sistema BNDES foram aperfeiçoadas, tendo sido criados novos fundos e programas e ampliados os setores e tipo de empresas visados pelos programas. Durante os anos sessenta e setenta, especialmente durante o período de implantação do II PND (1974-1978), outros aperfeiçoamentos institucionais foram sendo gradualmente adotados, com o surgimento de novos programas de crédito dirigido implementados através do Sistema BNDES. Os efeitos desses 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.

Durante os anos setenta, especialmente no período do II PND, os programas de crédito dirigido implementados através do Sistema BNDES atingiram seu ponto máximo. Esse período foi caracterizado pela existência de uma política industrial ativa, que definia os setores a serem apoiados através de incentivos fiscais e creditícios. Nesse período verificou-se a ação de um conjunto de agências estatais atuando de forma relativamente integrada na elaboração e implementação dessas políticas. A partir do final dos anos setenta as condições para implementação de políticas industriais se modificaram, em função da crise financeira do Estado, que agravou-se durante os anos oitenta, e do estancamento do influxo de recursos externos.

Nos anos oitenta verificou-se a falta de uma política industrial efetiva, paralelamente a manutenção do aparato institucional para a implementação destas políticas, montado ao longo das décadas anteriores. Durante esse período a preocupação principal das políticas econômicas voltou-se para a solução de problemas macroeconômicos de curto prazo, em especial a busca da estabilidade monetária. Essas políticas produziram efeitos recessivos na economia no início dos anos oitenta, que se refletiram nos programas de crédito dirigido. Foi um período caracterizado pela inadimplência elevada de muitas das empresas apoiadas durante o II PND e por iniciativas visando o salvamento destas empresas, através de

operações de saneamento financeiro. Esses problemas serão vistos com mais detalhes ao longo da próxima seção deste trabalho, onde o papel do Sistema BNDES nos programas de crédito dirigido será analisado.

Verificou-se que ao longo do período pós-II Guerra o Estado brasileiro interveio nos mercados financeiros através 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 implementação dessas políticas, mecanismos que foram crescendo e tornando-se mais complexos ao longo do período pós-1964, especialmente durante os anos setenta. A partir do final dos anos setenta e durante os anos oitenta, com o aumento da inflação e da crise financeira do Estado, ocorreu uma mudança drástica nas prioridades da política macroeconômica, que passou da busca do crescimento no longo prazo para a busca da estabilidade monetária no 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. Na próxima seção esses mecanismos institucionais serão analisados com maiores detalhes no que diz respeito a sua racionalidade econômica ao longo das décadas de setenta e oitenta, em particular quanto aos incentivos fornecidos aos agentes envolvidos, para posterior comparação com os programas implementados nos países do Leste da Ásia apresentados na seção anterior.

3.2. Arranjo Institucional Envolvido nos Programas de Crédito Dirigido Implementados pelo Sistema BNDES

Nesta seção busca-se atingir os seguintes objetivos: (1) 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 sobre os casos do Japão e da Coreia do Sul; e (2) situar o caso brasileiro em relação às experiências desses países. Esses questionamentos são aqui tratados a partir de duas perspectivas. A primeira através da análise sumária dos mecanismos envolvidos na elaboração e na implementação das políticas voltadas para o setor industrial, onde os programas de crédito dirigido estavam inseridos. A outra,

através da análise de alguns aspectos das práticas efetivamente adotadas pela principal agência implementadora os programas de crédito dirigido voltados para o setor industrial privado atuante durante o período estudado, buscando aferir sua capacidade para dar conta dos problemas de informação característicos dos mercados financeiros.

Uma primeira constatação, no que diz respeito ao processo de elaboração da política industrial, foi a pequena participação formal do setor privado nas instâncias envolvidas na elaboração das políticas voltadas para o setor industrial. Durante o governo Médici (I PND), a principal agência coordenadora da política industrial foi o Conselho Monetário Nacional (CMN), que contava com apenas 2 representantes do setor privado. No período de implantação do II PND, durante o governo Geisel, foi criado o Conselho de Desenvolvimento Econômico (CDE), que substituiu o CMN como instância máxima de interação entre setor público e privado na formulação da política industrial. Esse Conselho não contava com representantes do setor privado entre os seus componentes. Outra agência importante na elaboração e implantação da política industrial a partir do final dos anos sessenta foi o CDI (Conselho de Desenvolvimento Industrial), cujas funções eram a concessão de incentivos fiscais e a participação na elaboração e 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, coordenação e cooperação entre Estado e setor privado foram limitados durante os períodos de elaboração e implantação dos I e II PND, situação que acentuando-se no II PND. Além disso, existem evidências de que as próprias agências estatais envolvidas na formulação e implementação das políticas para o setor industrial deixaram a desejar quanto a coordenação de suas ações. Segundo Suzigan (1978), foi freqüente a existência de problemas de coordenação entre o CDI e o BNDES durante o período. Nesse 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. 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 mostra-se mais propenso a influência de grupos do 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 oitenta, verificou-se a manutenção de praticamente todo o aparato institucional voltado para a implementação de políticas industriais, criado ao longo das décadas anteriores, mas com um baixo nível de implantação efetiva destas políticas. Nesse 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, como 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 a 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.

No que diz respeito aos programas de crédito dirigido implementados pelo Sistema BNDES entre o início dos anos setenta e o início dos anos noventa, uma primeira constatação diz respeito ao grau considerável de concentração das operações aprovadas, tanto em nível de empresas quanto de grupos econômicos. As tabelas 1 e 2 abaixo 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.

Tabela 1 - Concentração das Aprovações por Empresa - 1970-1982

Ano	Quatro empresas (%)		Oito empresas (%)		Número de Empresas privadas
	Do total indústria	Do total ind privada	Do total indústria	Do total 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 .

Até 1973, apenas Operações Diretas. Entre 1974 e 1978, Operações Diretas e Operações da EMBRAMEC, FIBASE e IBRASA. A partir de 1979, Operações Diretas, Operações EMBRAMEC, FIBASE e IBRASA e Operações FINAME- Programa Especial.

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 2.

Tabela 2- Concentração das Aprovações por Empresa - 1983-1992

Ano	Quatro empresas (%)		Oito empresas (%)		Número de empresas privadas
	Do total indústria	Do total ind privada	Do total indústria	Do total 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

Fonte: BNDES, Relatórios das Atividades, 1983-1992; e Área de Planejamento do BNDES (1995).

Inclui operações BNDES-Diretas, FINAME - Programa Especial e BNDESPAR.

Quando é adotada uma 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 %.

Tabela 3 - Participações dos Quatro e Oito Primeiros Grupos nas Aprovações para o Setor Industrial - 1974-1982 e 1983-1992

Sub-períodos	Quatro Grupos (%)		Oito Grupos (%)	
	Total Indústria	Indústria Privada	Total Indústria	Indústria Privada
1974-1982 (1)	7,9	14,4	10,6	19,4
1983-1992 (2)	14,3	19,4	20,9	28,4

Fonte: BNDES, Relatórios das Atividades, 1974-1982; BNDES, Área de Planejamento (1995); e

Quem é Quem, 1974-1992.

(1)-Identificados 121 diferentes Grupos.

(2)-Identificados 189 diferentes Grupos.

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. Por outro lado, 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 oitenta. 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. Conforme destacado anteriormente, a Coréia do Sul utilizou como mecanismo de controle para a continuidade do acesso aos programas de crédito dirigido o bom desempenho das empresas beneficiadas nos mercados internacionais.

Um aspecto importante na análise do arranjo institucional adotado diz respeito a credibilidade dos mecanismos utilizados. Pode-se ter uma idéia da credibilidade dos mecanismos através da confrontação entre regras formais que regulavam as relações entre o Sistema BNDES e os tomadores privados com as práticas efetivamente adotadas *ex post*. As normas relativas às operações de crédito eram bastante rigorosas e tratavam de questões voltadas para a seleção e 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. Um dado importante com respeito a confrontação entre regras formais e práticas adotadas, diz respeito às 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, 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 4 abaixo mostra que muitas empresas tiveram um número elevado de operações aprovadas, algumas chegando a ter dez ou mais operações aprovadas durante o período.

Tabela 4 - 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
TOTAL	1.161	2.744	100,0	361.785	100,0

Fonte: BNDES, Relatórios das Atividades, 1974-1992

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 5 abaixo mostra a evolução da inadimplência nas operações do BNDES no período 1978 a 1985. Verifica-se que a inadimplência cresceu no início dos anos oitenta, período no qual a economia apresentou baixo desempenho. Outro dado que se pode extrair da tabela 5 é a baixa utilização de cobrança judicial para resolver os problemas de inadimplência do Sistema, sugerindo a predominância de soluções negociadas, o que é corroborado por outras evidências que serão apresentadas a seguir.

Tabela 5 - Inadimplência Total no BNDES - 1978-1985

Anos (1)	Inadimplência (2) (% do saldo devedor)	Cobrança Judicial (3) (% 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.

(1)- Posição em 31 de dezembro de cada ano.

(2)-Inadimplência =(saldos em cobrança simples + saldos cobrança judicial)/saldo devedor da carteira

(3)-Cobrança Judicial= (créditos em cobrança judicial)/saldo devedor da carteira

Os dados da tabela 5 mostram que, a partir de 1984, a inadimplência caiu. No entanto, essa queda não significou uma melhora na situação, tendo sido causada pela adoção de medidas de salvamento das empresas inadimplentes, através de operações de “saneamento financeiro” e de transformação de dívidas em participação acionária do BNDES ou do BNDESPAR. Conforme mostrado no gráfico abaixo as chamadas operações de saneamento financeiro se intensificaram durante o período. Além disso, pode-se constatar que a maioria das empresas beneficiadas com recursos na década de setenta foram alvo de operações de saneamento financeiro durante os anos oitenta. O uso amplo dessas operações sugere que, apesar das justificativas relacionadas com o ambiente macroeconômico desfavorável enfrentado pelas empresas no início dos anos oitenta, não foram utilizados critérios técnicos rigorosos na avaliação de quais empresas deveriam receber esses recursos. O gráfico 1 abaixo mostra a importância relativa das operações de saneamento, entre 1983 e 1992. Verifica-se que elas representaram um percentual elevado das operações totais voltadas para a indústria no período.

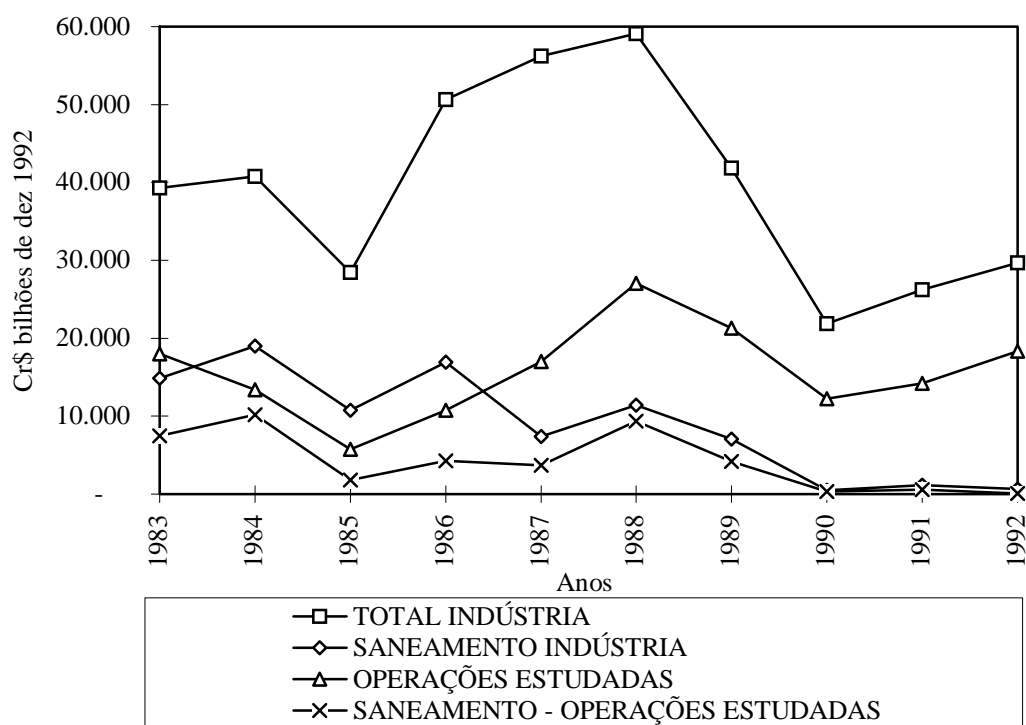


Gráfico 1 - Aprovações Totais e para Saneamento Financeiro - Total da Indústria e Operações Estudadas - 1983-1992

A situação de inadimplência elevada voltou a se repetir no início dos anos noventa. A tabela 6 abaixo mostra a evolução da inadimplência nesse período. Nesse período ocorreram mudanças organizacionais no BNDES, que alteraram os processos de seleção, monitoramento e tratamento de problemas contratuais e certamente contribuíram para a credibilidade dos mecanismos envolvidos nestes processos.

Tabela 6 - Inadimplência Total, Privada e Pública junto ao Sistema BNDES - 1990-1992

posição em 31.12 de cada ano - valores em US\$ milhões desta

Ano	Inadimplência total do Sistema (1)		Inadimplência Setor Privado		Inadimplência Setor Público	
	Valor	% da carteira empr	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.

(1) INADIMPLÊNCIA=ESTOQUE DOS CRÉDITOS VENCIDOS HA MAIS DE 45 DIAS

As mudanças adotadas se refletiram no percentual da inadimplência tratada em nível judicial, conforme mostrado na tabela 7 abaixo. Verifica-se que o percentual de inadimplência em solução judicial aumentou significativamente em relação ao início dos anos oitenta, refletindo a postura mais rigorosa do Sistema no tratamento dos problemas contratuais.

Tabela 7 - Soluções Dadas Para a Inadimplência - 1991-1992

Valores em US\$ milhões de 31.12 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

Finalmente, a origem dos recursos e o grau de subsídio nos programas de crédito dirigido são elementos importantes para a análise dos incentivos das instituições financeiras alocadoras e dos tomadores destes recursos. No que diz respeito a origem dos recursos, verifica-se que até o final dos anos sessenta predominaram os recursos de origem orçamentária, com custo zero para o Sistema BNDES. A partir de 1974, os recursos provenientes dos programas de poupança forçada, em particular do PIS/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 implicavam em 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. Esses dados mostram que, no período de maior intensidade dos programas de crédito dirigido, o Sistema BNDES dispunha de incentivos fracos para uma alocação eficiente dos recursos a sua disposição (Araújo, 1997).

No que diz respeito às condições de empréstimo, constata-se que no período entre 1974 e o final dos anos setenta, 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 final do contrato. Isso, no entanto,

não ocorreu, tendo os tomadores tendo sido dispensados do seu pagamento. 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 ORTN. Najberg (1989), estima 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.

3.3. Comparação com os Casos do Japão e da Coreia 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 nesses países existiram instâncias formais para interação entre Estado e amplos segmentos do setor privado, através de mecanismos formais, no Brasil observou-se menor participação formal do setor privado nas decisões relativas à política industrial, com a predominância de interação informal setor a setor, refletindo uma 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 com os 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 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 preocupou-se em manter um ambiente interno competitivo nos diferentes setores. No caso brasileiro adotou-se a concentração dos recursos em poucas empresas, o que apesar de ser em parte justificado pela necessidade de concentrar recursos escassos em setores caracterizados pela existência de economias de escala, certamente afetou o

grau da concorrência interna em diversos mercados. Como resultado, além da falta de mecanismos eficientes de monitoramento do desempenho, contribui-se para a criação de 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.

No que diz respeito aos incentivos da instituição financeira responsável pela alocação do crédito nos programas de crédito dirigido implementados no Brasil mostrou-se inferior, pelo menos ao caso Japonês. Esses incentivos podem ser relacionados com as características dos recursos utilizados nos programas de crédito dirigido e com o grau de risco assumido pelas instituições financeiras implementadoras destes programas. No caso brasileiro, pelo menos até o início dos anos oitenta, 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. No caso japonês, os recursos a disposição dos programas de crédito dirigido eram captados no mercado, como os provenientes da poupança postal e outras fontes igualmente remuneradas.

Finalmente, a predominância de estabilidade macroeconômica nos países asiáticos contribuiu para o desenvolvimento mais rápido dos mercados financeiros privados, especialmente no caso japonês, e para a redução gradativa da necessidade da atuação do Estado na oferta de programas de crédito dirigido ao longo do período pós-II Guerra..

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. Por outro lado, essas abordagens também mostram que a qualidade dessas intervenções depende fortemente da existência de mecanismos institucionais adequados na elaboração e implementação dessas políticas.

No caso brasileiro, de forma semelhante ao que tem sido sugerido para os

casos do Japão e da Coreia do Sul, pode-se caracterizar os programas de crédito dirigido implementados pelo Sistema BNDES nos anos setenta e oitenta 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, mostrou 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 implementação das políticas industriais e suas interações com o Sistema BNDES, principal agente encarregado da implementação dos programas de crédito dirigido.

No caso dos programas de crédito dirigido implementados pelo Sistema BNDES, as evidências mostram a existência de incentivos fracos para os agentes envolvidos nesses programas, tanto os tomadores de recursos quanto o próprio Sistema BNDES. Além disso, existem evidências de que houve um baixo grau de coordenação e cooperação entre os agentes privados e os formuladores das políticas industriais, bem da existência de problemas de coordenação entre as diferentes agências governamentais envolvidas na implementação destas políticas, em particular entre o BNDES e o CDI, durante os anos setenta.

Quando se compara o caso brasileiro com os países do Leste da Ásia, que também se utilizaram de políticas de crédito dirigido como instrumento de política industrial no período pós-II Guerra, verifica-se que o grau de coordenação e cooperação na formulação e das políticas entre o setor público 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 em determinados segmentos privou o Estado de mecanismos eficientes de monitoramento dos tomadores e reduziu a concorrência interna, ao contrário do que ocorreu na Coreia 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 oitenta, também contrasta com as práticas apontadas como responsáveis pela boa alocação do crédito nos países

asiáticos. No entanto, no que diz respeito ao Sistema BNDES, pode-se constatar a partir do início dos anos noventa a adoção de práticas mais rígidas de seleção dos tomadores, mudanças em parte motivadas por exigências do Banco Mundial. Seria oportuna uma análise da atuação do Sistema BNDES no período mais recente (a partir de meados dos anos noventa), visando identificar eventuais aperfeiçoamentos na eficiência do arranjo institucional envolvido nos programas de crédito dirigido.

Finalmente, deve-se chamar a atenção para um fator novo presente no período mais recente, especialmente a partir de meados dos anos noventa. A liberalização financeira adotada pelo Brasil, seguindo a tendência de globalização financeira, tem produzido efeitos importantes sobre o desenvolvimento dos mercados financeiros privados. Esses efeitos trazem elementos novos à análise da questão do papel que ainda resta ao Estado na oferta de recursos de longo prazo na economia brasileira e, em última instância, ao destino dos programas de crédito dirigido e das instituições financeiras estatais responsáveis pela sua implementação.

Referências Bibliográficas:

- ARAUJO, Nilton 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. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1997. (Tese de Doutorado)
- BANCO MUNDIAL. **Relatório Sobre o Desenvolvimento Mundial - 1989:** Sistemas Financeiros e Desenvolvimento. Rio de Janeiro, FGV, 1989.
- BASKIN, Jonathan Barrow. The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Assimetric Information. **Business History Review**, n. 62, p. 199-237, 1988.
- BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). **Relatório das Atividades.** Rio de Janeiro, 1969-1992. (vários números)
- CALOMIRIS, Charles W. and HIMMELBERG, Charles P. **Directed Credit Programs for Agriculture and Industry:** Arguments from Theory and Fact. Washington, World Bank, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993.
- CHO, Yoon Je and HELLMANN, T. **The Government's Role in Japanese and Korean Credit Markets:** A New Institutional Economics Perspective. Word Bank, 1993. (Working Papers, 1190)
- DINIZ, Eli e LIMA JÚNIOR, Olavo B. **Modernização Autoritária:** O Empresariado e a Intervenção do Estado na Economia. Brasília, IPEA/CEPAL,

1986.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Ash and LEVINE, Ross. Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview. **The World Bank Economic Review**, v. 10, n. 2, p. 223--239, 1996.

FRY, Maxwell J. **Money, Interest and Banking in Economic Development**. Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 1988.

GERSCHENKRON, Alexander. **Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays**. Cambridge, MA, The Belknap Press of Harvard University Press, 1962.

GUESNERIE, Roger. Hidden Actions, Moral Hazard and Contract Theory. In: EATWELL, John; MILGATE, Murray; and NEWMAN, Peter (eds). **Allocation, Information, and Markets**. New York, W.W. Norton, 1989. (The New Palgrave)

KING, Robert and LEVINE, Ross. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. **Quarterly Journal of Economics**, p. 717-737, 1993.

McKINNON, Ronald I. **A Moeda e o Capital no Desenvolvimento Econômico**. Rio de Janeiro, Interciência, 1978. (1ª edição em inglês de 1973)

NAJBERG, Sheila. **Privatização de Recursos Públicos: Os Empréstimos do Sistema BNDES ao Setor Privado Nacional com Correção Monetária Parcial**. Rio de Janeiro, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia, 1989. (Dissertação de Mestrado em Economia)

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma Investigação sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico**. São Paulo, Abril Cultural, 1982. (Os Economistas)

SHAW, Edward S. **Financial Deepening in Economic Development**. New York, Oxford University Press, 1973.

STIGLITZ, Joseph and WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **American Economic Review**, v. , n. , p. , 1981.

SUZIGAN, Wilson. Política Industrial no Brasil. In: SUZIGAN, Wilson. **Indústria: Política, Instituições e Desenvolvimento**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1978. (Monografia, 28)

SUZIGAN, Wilson; PEREIRA, José E. C. e ALMEIDA, Ruy A. G. **Financiamento de Projetos Industriais no Brasil**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1972. (Relatório de Pesquisa, 8).

WILLIAMSON, Oliver. **The Economic Analysis of Institutions and Organizations: In General and with Respect to Country Studies**. Paris, Organization for Co-operation and Development, 1993. (Working Papers, 133)

------. **Las Instituciones Económicas del Capitalismo.** Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1989. (1ª edição em inglês de 1985)

WILLIAMSON, Stephen. Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing. **Journal of Monetary Economics**, v. 17, p. 156-179, September 1986.

