

Carlos Henrique Vieira Santana |

Liberalização financeira e sistema bancário: possíveis paralelos entre Índia e Brasil

RESUMO

O presente projeto de pesquisa visa explorar as trajetórias de reformas orientadas para o mercado na Índia e no Brasil na década de 1990 e estabelecer como elas alteraram os mecanismos de financiamento para o desenvolvimento. O foco é na forma como o processo de liberalização ocorreu no âmbito do sistema financeiro e na compreensão dos novos padrões de financiamento através da análise da trajetória dos bancos do setor público e das políticas regulatórias estatais que decorreram desse processo. O objetivo será mostrar que a abertura implicou ampliação da autoridade regulatória do Estado, com o surgimento de novas regras de supervisão e controle sobre o sistema financeiro bancário e de mercados de capitais, e avaliar as diferenças entre o padrão de coordenação Estatal do financiamento da Índia e do Brasil antes e após a crise financeira que atingiu os países emergentes entre 1997 e 1999.

Palavras-chave

Brasil, Índia, bancos públicos e liberalização financeira.

ABSTRACT

This research project explores the effects of market-directed reforms adopted in India and in Brazil during the 1990's, and aims to show how these reforms changed the financing mechanisms used for development. It focuses on the way in which the liberalization process unfolded in terms of the financial system, and on understanding these new forms of financing through an analysis of the trajectory of state-owned banks, and the state regulatory policies that resulted from this process. The aim is to show that liberalization led to an expansion in the regulatory authority of the State, with the implementation of new supervisory rules and controls governing the banking financial system and the capital markets. The idea is also to assess the differences between the level of State coordination of financing in India and that of Brazil, before, and after the financial crisis that afflicted emerging economies in the period 1997-1999.

Keywords

Brazil, India, state-owned Banks and financial liberalization.

Introdução e revisão de literatura

Se a crise financeira das economias emergentes entre 1997 e 2002 dificultou a estratégia neoliberal de crescimento com poupança externa, a partir do recurso à liberalização da conta de capital e sobrevalorização cambial, a Índia, por outro lado, soube aproveitar a atração de investimentos estrangeiros diretos sem abrir mão do controle de capitais e do câmbio administrado, e sem sofrer com as oscilações dos mercados financeiros que devastaram as economias emergentes da Ásia e América Latina. Ao contrário, a Índia vem apresentando taxas de crescimento do PIB nos últimos 15 anos de ordem só inferior às taxas chinesas. Há uma longa controvérsia sobre esse desempenho indiano, cujas causas poderiam ser encontradas em políticas pragmáticas e incrementais de abertura econômica, mediadas por maiores ou menores pontos de veto do sistema político e entre atores-chave na sociedade (BARDHAN, 1988).

No Brasil, como se sabe, as reformas orientadas para o mercado não foram seguidas de taxas elevadas de crescimento, nem de um quadro macroeconômico estável. Pelo contrário, elevadas taxas de desemprego, endividamento público e vulnerabilidade externa foram patentes. São também conhecidas as diferenças da trajetória brasileira quando comparado com os países vizinhos da América do Sul – no Brasil, o ritmo, a profundidade e o tempo das reformas foram distintos, o que preservou um legado de instituições e *expertise* tecnocrática possíveis de serem traduzidas novamente numa chave do desenvolvimento. Quando comparado com a Índia, a trajetória brasileira de liberalização pareceu mais profunda e desestruturadora, especialmente em seu componente financeiro.

Embora a intervenção estatal da Índia e do Brasil na economia seja mais conhecida por seus paralelos com o Sudeste asiático (CHIBBER, 2003; CASTRO, 2006), o modelo de abertura, a extensão e o momento da implantação das reformas orientadas para o mercado nos dois países possuem fortes pontos de contato que estimularam esse esforço comparativo. À semelhança do Brasil, as reformas na Índia não resultaram na perda de capacidade regulatória do Estado na economia, especialmente considerando o setor bancário. No contexto de abertura financeira, tanto a Índia quanto o Brasil procuraram manter sua estrutura de bancos públicos através de sua adequação à regulação bancária, similar àquela vigente entre os bancos privados. Essa trajetória de adaptação ocorreu através do modelo de capitalização dos bancos públicos por meio da abertura de capital e de mudanças na estrutura de regulação, supervisão e administração de riscos

de acordo com as regras da convenção de Basileia (CINTRA e PRATES, 2009; MOHAN, 2007). Nesse aspecto, a abertura implicou ampliação da autoridade regulatória do Estado, com o surgimento de novas regras de supervisão e controle sobre o sistema financeiro bancário e de mercados de capitais, ou seja, numa perspectiva polanyiana, a construção de mercados mais abertos exige maior capacidade regulatória do Estado (VOGEL, 1996).

Se, por um lado, ambos os países adotaram a estratégia de acumular reservas para se protegerem de um contexto de abertura financeira e comercial, por outro a decisão do banco central indiano (Reserve Bank of India [RBI]) de resistir à apreciação da taxa de câmbio e limitar a liberalização da conta de capital pareceu garantir menor vulnerabilidade indiana à volatilidade dos mercados de capitais quando comparado aos demais países emergentes, incluindo o Brasil. A busca de mecanismos para proteger a conta de capital do balanço de pagamentos voltados para reduzir os efeitos dos choques externos e/ou internos sobre a taxa de câmbio têm sido um dos eixos de argumentação da recente literatura sobre um novo desenvolvimentismo (BRESSER-PEREIRA, 2006; SICSÚ, PAULA e MICHEL, 2005). Desse modo, uma análise comparada entre Brasil e Índia teria também o mérito de testar algumas das hipóteses sugeridas por essa nova literatura sobre políticas de desenvolvimento.

A comparação deverá se circunscrever, fundamentalmente, sobre como a liberalização ocorreu no âmbito do sistema financeiro e em torno dos novos padrões de financiamento através da análise da trajetória dos bancos do setor público e das políticas regulatórias estatais que decorreram desse processo. Tendo em vista a retomada do papel proativo do Estado, voltado para enfrentar as crises especulativas do fim dos anos 1990 e 2000, as políticas sociais e anti-cíclicas também têm cumprido papel estruturante, pavimentando a consolidação de um mercado interno com níveis mais estáveis de crescimento e emprego, em que a redução da desigualdade se tornou um instrumento amortecedor de choques externos. Nesse contexto, o papel das políticas de crédito adotadas pelos bancos públicos nos dois países tornou-se um lastro fundamental. Embora haja diferenças de escala entre Brasil e Índia, essa é também uma tendência geral que pode ser explorada.

Trajetória indiana

A controvérsia acerca das causas das altas taxas de crescimento indiano a partir da segunda metade da década de 1990 pode servir como bom pano de fundo para entender como a mudança institucional pode ser explicada em contextos da periferia do capitalismo. A primeira onda de liberalização da economia indiana ocorrida em 1985 foi seguida de déficit público de 8% do PIB, deterioração da

balança comercial, aceleração inflacionária de 5% para 14% entre 1985 e 1991, aumento da dívida externa de 13% para 28% do PIB entre 1980 e 1990, e o crescimento do investimento público de 8,4% para 10,4% do PIB, enquanto a poupança e o investimento privado mantiveram-se estáveis (DENOON, 1998). Ou seja, a liberalização numa outra conjuntura temporal teve efeitos diversos daqueles pretendidos por seus defensores. Paralelamente, as taxas de crescimento da Índia já eram expressivas desde o início dos anos 1980, portanto antes da introdução das reformas orientadas para o mercado.

Do ponto de vista externo, um elemento crucial nas opções de reformas macroeconômicas do início dos anos 1990 é entender que a ex-União Soviética era, até sua desintegração, um dos parceiros comerciais mais importantes da Índia. A necessidade de buscar uma nova integração comercial após o colapso soviético se tornou premente. Esse quadro levou o país a uma crise no balanço de pagamentos, com o esgotamento das reservas internacionais e a eminente moratória da dívida externa, obrigando a Índia a recorrer ao FMI.

Do ponto de vista doméstico, a emergência de novos setores empresariais orientados para o comércio exterior consolidou a importância desse ator político na formulação de estratégias de política econômica (KOCHANNEK, 1996). Há uma importante vertente na literatura sugerindo que a primeira onda de liberalização econômica ocorrida nos anos 1980 foi de fato mais uma estratégia de adaptação voltada para estimular determinados setores industriais, sem ameaçá-los com competição real pelas vias da abertura comercial (RODRIGUEZ e SUBRAMANIAN, 2004). Nessa perspectiva, o fortalecimento de novos setores industriais é resultado de liberalizações prévias iniciadas pelas elites estatais no começo dos anos 1980. A abertura não estava voltada para a liberação dogmática do mercado doméstico, mas teria sido resultado de um alinhamento entre o Estado e grandes grupos industriais através da coordenação estratégica de políticas macroeconômicas direcionadas para elevar as taxas de investimento e produtividade. A capacidade estatal em manter níveis elevados de investimento público nos anos 1980, especialmente em infraestrutura, também garantiu sucesso das taxas de crescimento, mas esbarrou no caráter fragmentado da mesma estrutura de Estado, o que fragilizou sua capacidade de arrecadação e de limitar a variedade de gastos públicos, contribuindo para crise fiscal e do balanço de pagamentos de 1991 (KOHLI, 2007).

As reformas indianas iniciadas em 1991 incluíram a desregulação interna da indústria, tentativas de controlar o déficit público e a gradual abertura externa. Paralelamente, implementou uma política industrial com concessões tributárias aos empresários e controles sobre o conflito distributivo. Contudo, o controle do déficit orçamentário no âmbito de concessões tributárias às corporações fez recair o esforço de receita sobre os gastos sociais e de setores politicamente importantes para o equilíbrio do sistema político, produzindo na opinião

pública uma associação entre redução do déficit orçamentário e continuidade da recessão. Nesse cenário o governo indiano abdicou de empréstimos do FMI em meados dos anos 1990 para garantir maior liberdade sobre as prioridades orçamentárias (KOHLI, 2006). Ou seja, a elite burocrática e política são *embedded autonomy* – dependem em última análise da matriz das forças sociais para fixar os limites das reformas (PEDERSEN, 2000 e 2008).

Dessa forma é possível sugerir que as mudanças institucionais na Índia podem ser produto de uma combinação de variáveis geopolíticas externas e do deslocamento de estruturas de grupos de interesse internos que, juntos, criaram condições para que as elites tecnocráticas indianas encontrassem espaço de manobra para sua agenda de reformas. A opção analítica aqui adotada sugere que as mudanças institucionais promovidas pelas reformas na política econômica da Índia e do Brasil tiveram um aspecto fundamentalmente incremental – ou seja, um efeito acumulativo no tempo capazes de produzir deslocamento de trajetórias (STREECK e THELEN, 2005) – oferecendo respostas *ad hoc* para desafios pragmáticos que se apresentavam (VELASCO e CRUZ, 2007; MOHAN, 2007; KOHLI, 2007; SOLA e MARQUES, 2006).

Sistema financeiro indiano

O aspecto incremental das reformas pode ser encontrado também no âmbito do sistema financeiro. Num breve retrospecto, o setor financeiro indiano tem sido monopolizado pelo setor público nas últimas três décadas. Mesmo depois das reformas no setor bancário nos anos 1990, a intermediação financeira mantém-se sob controle estatal. O Estado indiano não controla apenas os bancos, mas também uma variedade de intermediários financeiros que garante ao governo uma ampla capacidade de estimular o investimento público. Esse cenário começou a tomar forma a partir do final da década de 1960 com restrições de taxas de juros e, até o fim dos anos 1970, o governo já havia nacionalizado todos os maiores bancos comerciais, o que garantiu às autoridades monetárias amplo controle sobre a alocação do crédito entre setores e empresas. Durante os anos 1980 o crédito dirigido ampliou sua participação com taxas de juros subsidiadas e um modelo vertical de política industrial por meio de seleção de setores industriais.

A Índia começou a política de atração de fluxos de capital internacional para seu mercado de ações em 1982, quando inaugurou um regime de investimento em portfólio, voltado para indianos não residentes. Em meados dos anos 1980, o governo começou a reduzir os controles financeiros até a desregulação parcial das taxas de depósitos bancários. Em 1990, o teto sobre as taxas de juros dos empréstimos, as restrições dos depósitos bancários, além da redução dos empréstimos dirigidos foram relaxados. Até as reformas tomarem corpo, em fins

dos anos 1980, a entrada e saída de capitais internacionais foram restringidas por controles administrativos, e a compra de ativos estrangeiros por residentes, investimentos diretos por estrangeiros e o empréstimo externo privados eram completamente proibidos.

Só com a crise no balanço de pagamentos em 1991 tornou-se premente o relaxamento das restrições à entrada de fluxos de capital e a convertibilidade cambial para transações correntes. Uma das medidas cruciais foi a abertura do mercado de capital doméstico aos investidores institucionais estrangeiros (FIIs) em 1992, com limites de investimentos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários indiana (Sebi). Em 1994, a rupia (moeda indiana) tornou-se plenamente conversível para transações em conta-corrente, em paralelo com a gradual liberalização comercial por meio de redução das tarifas de importação – que caíram de uma média de 98,8% em 1987 para 30% em 1998. A literatura tem enfatizado que a abertura financeira foi menos uma medida originada de uma crise imediata de 1991 e mais uma resposta aos incentivos criados pelo crescimento de longo prazo dos fluxos de capital internacional (ECHEVERRI-GENT, 2004). Sem dúvida a crise de 1991 pode ser vista como uma conjuntura crítica, não como causa exclusiva, de tendências cujas causas são variadas, não apenas externas como sugere o autor antes citado.

A Índia tem sido considerada um caso de sucesso na atração de investimentos estrangeiros em carteira de ações, com reduzida vulnerabilidade aos choques externos que atingiram a Ásia e a América Latina entre 1997 e 2002. Como foi dito antes, a abertura ao capital estrangeiro foi acompanhada pela ampliação da autoridade regulatória do Estado. Primeiro com a criação de *Securities and Exchange Board of India* (Sebi) em 1988 – cujo poder regulatório sofreu sucessivos incrementos ao longo do processo de abertura nos anos 1990; em seguida, a criação em 1996 da Lei Nacional de depósito de valores mobiliários, que criou uma infraestrutura para depósitos eletrônicos. Os investidores institucionais estrangeiros (FIIs), por exemplo, são os principais atores no mercado de ações indiano, mas sua atuação é regulada pelo Sebi, e eles não podem deter, individualmente, mais do que 10% de qualquer empresa, nem investir mais do que 30% de seu capital em títulos da dívida (ECHEVERRI-GENT, 2004). Paralelamente, a emissão de títulos governamentais de longo prazo reduziu a volatilidade dos mercados, à medida que uma regulação específica permitiu que fundos de empresas de seguros e bancos mantivessem grande parte de sua carteira de investimento nesses papéis (MOHAN, 2007).

Apesar dessas medidas, as políticas de direcionamento do crédito por meio do controle estatal dos intermediários financeiros foram mantidas como preceito fundamental das políticas de desenvolvimento na Índia. No início dos anos 1990 os bancos públicos encontravam-se subcapitalizados e com níveis elevados de ativos direcionados e não lucrativos. Embora o governo tenha se recusado a

privatizar o sistema bancário, passou a adotar novas normas prudenciais, a exemplo da provisão do capital exigida pelo acordo de Basileia, e a abrir parte de seu capital – processo semelhante ao ocorrido no Brasil. De modo similar ao Brasil, mas com maior sucesso, a estratégia incremental ou gradualista de ajuste macroeconômico permitiu que a Índia pudesse reforçar seu sistema bancário sem nenhuma crise significativa e com um custo fiscal irrisório. Enquanto a recapitalização bancária na Argentina custou 55% do PIB, na Coreia o custo foi de 35%, no Brasil atingiu 12,3%, enquanto na Índia implicou 1% do PIB (MOHAN, 2007).

Dados disponíveis mostram que entre 1995 e 2007 a participação dos bancos públicos caiu de 84,4% para 70,5% dos ativos totais do sistema bancário indiano, indicando uma mudança gradual mas significativa na tendência de abertura. Contudo, o envolvimento do Estado é muito mais amplo do que os números de propriedade indicam, seja através do crédito direcionado (40% para setores prioritários), indicação da administração, regulação de intermediário ou o estímulo ao investimento de corporações privadas. Essas práticas incluem tratar os bancos quase como instrumentos fiscais através de taxas de juros administradas para instrumentos de poupança selecionada, propriedade acionária cruzada de capital entre intermediários e operações de salvamento de intermediários (PATEL, 2004). Embora nenhum banco estatal tenha sido privatizado, eles têm sido orientados a buscar capital privado através do aumento de provisão de capital por meio de novas emissões públicas de ações (BHATTACHARYA e PATEL, 2002). Um dos dilemas cruciais desse modelo é que, se num primeiro momento, os controles financeiros eram usados para dirigir a poupança para setores-alvo, como parte de uma política de desenvolvimento, agora eles podem estar sendo direcionadas para as necessidades fiscais do Estado, na medida em que o governo indiano requer que os bancos mantenham grande parcela de seus ativos em instrumentos da dívida pública (KLETZER, 2004). No Brasil esse cenário pode encontrar forte analogia num contexto de juros altos, em que fundos de pensão também são premidos a alocar parte importante de seus ativos em títulos da dívida mobiliária federal regida pela taxa Selic. Guardadas as devidas proporções, são notáveis as semelhanças com os padrões de coordenação entre as instituições bancárias públicas no Brasil e Índia.

Política industrial na Índia

Considerando a forma incremental como as reformas foram implementadas, é possível destacar como a trajetória institucional de longo prazo cumpriu um papel-chave para explicar as recentes taxas de crescimento indiano da ordem de 8,5% entre 2003 e 2008. Como foi visto até aqui, o Estado continua sendo um eixo de coordenação estratégica fundamental, mesmo após as reformas

orientadas para o mercado (MUKHERJI, 2009). Entender como a Índia obteve relativo sucesso ao adotar por tanto tempo uma política industrial plena dentro das regras democráticas é um desafio que até hoje é objeto de controvérsia na literatura e aproxima o país indiano da experiência brasileira.

O objetivo dos *policy makers* encastelados na Comissão de Planejamento indiana foi desde sempre coordenar decisões de investimento tanto nos setores privados como no público e capturar os *commanding heights* da economia. O modelo foi conhecido como Nehru-Mahalanobis (1950-80) e seguia o esquema dos países comunistas através dos chamados planos quinquenais, voltados para produzir desenvolvimento econômico e social. Além do objetivo precípuo de industrialização, buscava elevar a renda *per capita* e gerar efeitos distributivos no progresso econômico. Com exceção do aspecto distributivo e das metas quinquenais, o conjunto de medidas possuía fortes semelhanças com o nacional desenvolvimentismo brasileiro que incluía a ênfase da indústria pesada e de bens de capital; papel de liderança do setor público na transformação estrutural da economia; estratégia orientada para dentro muito semelhante ao modelo ISI – o que fechou comercialmente o país; e a adoção das chamadas licenças de importação (SINGH, 2008).

Dentro da chave das mudanças institucionais incrementais é possível considerar que o próprio modelo de planejamento Nehru-Mahalanobis é que desencadeou as primeiras ondas de desregulação econômica nos anos 1980. O ponto no qual a Índia passou a se distinguir nos termos de sua estratégia de desenvolvimento, quando comparado ao Brasil, foi quando ela iniciou sua estratégia de abertura comercial enfatizando os estímulos às exportações do setor de *software* em todas as fases de seu desenvolvimento. Se os tigres asiáticos iniciaram essa estratégia já nos anos 1970, a Índia começa nos anos 1980 e o Brasil só criará espaços concretos para incorporar as exportações de setores industriais estratégicos como eixo de política de desenvolvimento só nos anos 2000, quando o câmbio se desvaloriza e o governo decide recapitalizar os bancos públicos e lançá-los novamente como protagonistas na coordenação desse processo. A estratégia indiana de política industrial exportadora orientada para o setor de *software* abriu um flanco de intercâmbio tecnológico que se articulou virtuosamente com a fronteira de redes de profissionais que compõem a diáspora indiana abrigada no sistema universitário norte-americano e no Vale do Sicília. Isso colocou a Índia, ao lado da China e EUA, num circuito de difusão de ideias e na fronteira tecnológica, no qual o Estado cumpre um papel crucial, através de agências de fomento a pesquisa, financiamento e reserva de mercado (SAXENIAN, 2006; KAPUR, 2007).

Tendo em vista essa trajetória, não é possível considerar que a liberalização interna e externa da economia desde os anos 1980 implica necessariamente que há um esgotamento do modelo de política industrial. Compreender os graus de

abertura e como as estratégias de desenvolvimento foram adaptadas a esse novo contexto é um desafio crucial para compreender o papel do Estado nessa nova dinâmica. Ou seja, em vez de planejar *inputs* e *outputs* de cada empresa ou setor industrial, o governo indiano adotou um planejamento indicativo, sem abandonar os instrumentos de política industrial, tal como tarifas altas (considerando os padrões internacionais), restrições sobre portfólio e taxa de câmbio administrada. O tom pragmático da nova política industrial na Índia tem sido alcançar a mais alta taxa de crescimento compatível com o equilíbrio da conta-corrente e uma maior tolerância ao déficit fiscal associado à dimensão distributiva como parte integral do planejamento (SINGH, 2008). Nesse aspecto as estratégias anticíclicas adotadas pela Índia, calcadas na administração da conta de capital, proporcionam uma razoável estabilidade macroeconômica, no sentido do que foi defendido pela agenda do novo desenvolvimentismo, ou seja, redução das incertezas relativas à demanda futura de modo a induzir os agentes a investirem em ativos de capital. Enquanto só recentemente o Brasil alcançou uma estabilidade macroeconômica em termos da demanda futura, em grande medida decorrente da política social e de crédito, as políticas anticíclicas da Índia atuaram mais intensamente numa ativa administração da conta de capital que reduziu os choques externos e internos, especialmente no câmbio (REDDY, 2010; BARBOSA, 2010).

Trajetória brasileira

O processo de liberalização financeira no Brasil teve início em 1987, período semelhante à primeira onda de liberalização da Índia. As medidas mais relevantes foram a resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) regulando as operações de poupadores individuais não residentes no mercado brasileiro de capitais; regulação de fundos de capitais estrangeiros orientados para securitização da dívida externa; resolução que regulou e estimulou as operações de investidores institucionais nos mercados de capitais doméstico através de exceções tributárias; e a autorização da emissão de ações de empresas brasileiras em mercados de capitais externos (HERMANN, 2002).

Diferente da Índia, que não atravessou um período de restrição externa semelhante à América Latina nos anos 1980 – até porque não recorreu aos fluxos de dólares que jorravam ostensivamente nos anos 1970 para os países em desenvolvimento –, o Brasil só conseguiu retomar o acesso ao fluxo de capital externo em 1992. Isso por causa da implementação do Plano Brady, que organizou a securitização da dívida externa da América Latina, e em razão também ao retorno de liquidez entre os países exportadores de capital. No plano político interno essa agenda foi marcada por uma política macroeconômica ortodoxa, orientada por altas taxas de juros reais, rígido controle de gastos públicos, aumento de

impostos, e redução drástica do volume de crédito disponível, em grande medida decorrente do plano de estabilização inflacionária de 1994.

Embora a extensão das reformas orientadas para o mercado no Brasil tenha sido maior e mais profunda do que na Índia, também no Brasil atores com poder de veto irão exercê-lo no âmbito do sistema político e buscar reorientar a política macroeconômica, assim que perceberam que seus interesses foram alijados no processo. Esse é o caso do empresariado industrial que, diante de uma profunda abertura comercial na primeira metade dos anos 1990, articulam-se inicialmente em torno de um movimento político no âmbito do Congresso voltado para enfrentar a perda de competitividade, ou para promover a redução do que ficou conhecido como *custo Brasil* (MANCUSO, 2007). Posteriormente, já contexto de recessão e crise financeira de 1998-1999, parcelas relevantes desse mesmo empresariado iniciam um movimento político de afastamento da política macroeconômica ortodoxa, questionando seus custos em termos do baixo crescimento, desestruturação de cadeias produtivas e ausência de interlocução com as arenas insuladas de decisão da política monetária (DINIZ e BOSCHI, 2007). Nesse contexto, as fissuras da coalizão política do segundo mandato FHC, decorrentes dessas declinações, resultaram numa relativa inflexão da agenda neoliberal, cujo efeito mais visível foi a decisão de criar um Ministério do Desenvolvimento e recapitalizar os bancos públicos federais em 2001.

A lógica prevalente nesse período foi marcada pela ideia de Estado mínimo e os bancos públicos reduziram sua participação no total da oferta de crédito, cedendo lugar aos bancos privados nacionais e estrangeiros, embora o crescimento das operações de crédito destes tenha se restringido às operações de curto prazo. Setores estratégicos da economia que demandavam crédito de longo prazo, a exemplo da infraestrutura, não foram atendidos nessa fase de expansão do crédito privado. O que compensou parcialmente essa deficiência foi o crescente papel dos fundos de pensão e de investimento, além do mercado de capitais, com ativos compostos de títulos de renda fixa de longo prazo (STUDART, 2000). A partir da recapitalização dos bancos públicos federais em 2001 e com a retomada da agenda de desenvolvimento em 2003 – refletida na reorientação da agenda de política industrial no BNDES –, os bancos públicos retomaram o protagonismo na coordenação estratégica dos investimentos, respondendo agora por 41% do total do volume de crédito disponível no sistema financeiro – concentrado no crédito de longo prazo, tais como habitação, infraestrutura e bens de capital. É possível dizer desse modo, como tem enfatizado a literatura, que o sistema financeiro brasileiro ainda pode ser caracterizado como um sistema baseado em bancos (HERMANN, 2002; STALLINGS e STUDART, 2006; METTENHEIM, 2010). Tendo em vista o grau ainda insipiente do mercado de títulos privados de longo prazo, e considerando as tipologias existentes, o Brasil se caracteriza por uma combinação entre sistemas de crédito governamentais e

privados centrado em bancos (ZYSMAN, 1983).

O aspecto temporal da agenda de reformas do sistema bancário brasileiro, que muito se assemelha à trajetória indiana, pode ser visto na forma como e quando um conjunto de normas prudenciais foi adotado para reduzir os riscos do sistema bancário brasileiro. No mesmo período da Índia, o Brasil aderiu à Convenção da Basileia em 1994, fixando taxa de requerimento mínimo de capital em 11%, acima daquilo que era exigido; também adotou drástica elevação dos compulsórios e posteriormente criou o fundo garantidor do crédito. Em boa medida essas iniciativas refletiam o temor dos efeitos da crise mexicana de 1994. O bom desempenho do sistema bancário no contexto da crise do *subprime*, por exemplo, se deve precisamente a esse conjunto de medidas incrementais ao longo de uma década (1985-1994), o qual ampliou a abrangência das normas de regulação bancária e visava consolidar uma autoridade monetária centralizada no Banco Central (SOLA e MARQUES, 2006). No caso indiano a extensão e o tempo da liberalização da conta de capital têm sido acompanhados de mecanismos concomitantes, tais como o reforço do sistema bancário e a integração e o desenvolvimento do mercado (REDDY, 2010). Contudo, do ponto de vista dos resultados macroeconômicos, o desempenho brasileiro foi bastante inferior ao da Índia. Por conta da política de estabilização inflacionária, os níveis dos compulsórios exigidos pelo Banco Central restringiram imensamente o volume de crédito disponível, produzindo um quadro de reduzida taxa de investimento na economia (tanto privada quanto pública), acompanhado de baixa taxa de crescimento e alto desemprego na segunda metade dos anos 1990. Diferente da Índia, em que o banco central (RBI) cumpre metas de controle de inflação combinadas com a garantia de níveis de emprego e crescimento, através da administração da conta de capital, o Banco Central brasileiro possui uma estrutura decisória voltada exclusivamente para cumprimento de metas inflacionárias.

Embora o Brasil tenha diminuído sensivelmente a participação dos bancos públicos nas operações de crédito do sistema financeiro – que caíram de 55,5% para 34,7% entre 1995 e 2008,¹ especialmente por meio da privatização dos bancos estaduais –, o setor bancário público federal foi mantido e a estratégia de capitalização adotada no período seguiu moldes semelhantes à estratégia indiana, centrada na abertura de capital e na submissão desses bancos às normas prudenciais internacionais. Atualmente, com a retomada do protagonismo dos bancos públicos, em particular do BNDES, a coordenação de investimentos voltados para internacionalização de segmentos industriais vem sendo alavancada por meio de fusões financiadas e coordenadas por bancos públicos e fundos de pensão (SANTANA, 2010).

Se durante os anos 1990 a captação da poupança externa e adequação às normas de regulação financeira internacionais eram o eixo das políticas macroeconômicas voltadas para amenizar a crise fiscal de países como Índia e Brasil,

1. ESTFIN – Banco Central do Brasil.

os anos 2000 testemunham uma conjuntura em que as margens de manobra doméstica de financiamento para o desenvolvimento são substancialmente maiores. Países como Brasil e Índia elevaram suas reservas cambiais a patamares que os protegem contra crises financeiras globais; e o mercado interno, por meio da redução dos níveis de desigualdade, passou a cumprir um papel crucial para manutenção dos níveis de investimento e emprego na economia.

Os dados mais recentes sobre a conjuntura brasileira, durante e após a crise do *subprime*, demonstram claramente que a política de aumento da renda salarial manteve elevado o nível de demanda do mercado interno e arrefeceu o impacto negativo da escassez de crédito internacional. Para isso, um conjunto de políticas e instituições de Estado desempenhou um papel fundamental. A valorização real do salário mínimo em 49% entre 2003 e 2009 – conjugada com os programas de transferência de renda; a redução da taxa de juros à Pessoa Física decorrente das políticas de crédito consignado impulsionou o crédito nesse segmento a um crescimento médio de 31,5% a.a. entre 2004 e 2008, à frente do crédito rural, às empresas e à habitação; popularização do acesso a contas bancárias, através de modalidades simplificadas; e a carga de endividamento das famílias subiu de 15 para 34,8% da renda anual entre 2004 e 2009, refletindo os efeitos dessas políticas. Enfim, o que se verificou foi uma ampliação do mercado de trabalho em função da redução da taxa média de desemprego de 12,3% em 2003 para 6,5% em 2010.²

Outro aspecto crucial para manutenção do ritmo da demanda no contexto da crise financeira internacional foi o papel dos bancos públicos e dos investimentos governamentais (BARBOSA, 2010). Quando a escassez de crédito atingiu o Brasil, o setor público desempenhou uma ação anticíclica por meio da liberação dos compulsórios pelo Banco Central e ampliação das linhas de financiamento à exportação e capital de giro pelo Banco do Brasil e BNDES. Com essa iniciativa, os bancos públicos passaram a responder por 68% da variação líquida das operações de crédito no quarto trimestre de 2008, no auge da crise.³ A oferta de crédito do Banco do Brasil em 2009 cresceu mais de 40% comparado ao ano anterior, enquanto a Caixa Econômica respondeu por um crescimento de 56% e o BNDES elevou seu desembolso em 49%, no mesmo período. Como resultado, os bancos públicos federais superaram os bancos privados na oferta de crédito em 2009, elevando sua participação de 12,8% em 2008 para 18,6% do PIB em 2009.

A despeito dessa imensa capacidade anticíclica das instituições de crédito estatais, o que denota um legado institucional fundamental para continuidade das políticas de desenvolvimento de longo prazo, ainda são evidentes as limitações dos mecanismos de financiamento de longo prazo no Brasil. A principal hipótese que vem sendo apontada para explicar essa limitação é o papel da dívida pública, especialmente sua estrutura e taxa de juros. O fato de o Estado brasileiro possuir uma das maiores taxas reais de juros do mundo e um perfil de dívida

2. Dados coletados das edições de Visão do Desenvolvimento, n^{os} 63, 61 e 71, publicados pelo BNDES.

3. BNDES, Visão do Desenvolvimento, n^o 63, abril de 2009.

pública majoritariamente de curto prazo, indexada a taxas de juros flutuantes, proporciona liquidez, rentabilidade e segurança que inibe o desenvolvimento de um mercado de títulos privados que sirva como fonte complementar de financiamento de longo prazo. Nesse cenário, o que se observa são fundo de pensão e de investimento – atores em potencial na constituição de um mercado de títulos privados de longa duração – aplicando sua carteira de ativos majoritariamente em títulos públicos.

Embora algumas iniciativas já tenham sido tomadas no sentido de transformar a estrutura da dívida pública, a exemplo da redução da taxa de juros real – que despencou de 12% em 2005 para 4,5% em 2009; diminuição da parcela da dívida atrelada ao câmbio; e o encolhimento do montante indexado à taxa Selic, que caiu de 63,9 para 35,7% entre 2002 e 2008, ainda assim há sérios gargalos para garantir financiamento contínuo de longo prazo. Basta dizer que o estoque do mercado de títulos privados no Brasil – em sua maior parte constituídos de debêntures – somava 2,7% do PIB em 2007, enquanto a média internacional era de 10,8% do PIB.⁴ Os fundos de pensão (entidades fechadas de previdência complementar), por exemplo, acumulam um volume de recursos da ordem de 18% do PIB e poderiam ser um ator ainda mais relevante do que é na constituição de um mercado de títulos privados de longo prazo, mas metade de seus recursos permanece aplicado em títulos de renda fixa.

De todo modo, paralelamente à maior alavancagem de crédito dos bancos públicos – especialmente em função do empréstimo de R\$ 100 bilhões do tesouro ao BNDES para acionar as políticas de crédito anticíclicas em 2009 –, a reestruturação do perfil da dívida pública sinaliza claramente a necessidade de reposicionamento dos atores institucionais no mercado de crédito. Da parte dos bancos privados, o papel anticíclico dos bancos públicos durante a crise – ampliando a base de crédito para faixas da população com menor renda – deve forçar as demais instituições financeiras a buscarem capilaridade e reduzir os *spreads* bancários. Em relação aos fundos de pensão, a queda do rendimento da aplicação em renda fixa, decorrente do menor atrelamento da dívida pública à Selic e à própria redução da taxa de juros reais, deve obrigar essas instituições a aperfeiçoar os mecanismos de governança corporativa capazes de reduzir os riscos de sua maior participação no mercado de debêntures, necessária para compensar as perdas em renda fixa e garantir o cumprimento das metas atuariais.

4. Dados coletados das edições de Visão do Desenvolvimento, n^{os} 57 e 68, publicados pelo BNDES.

Conclusão: identificando atores e instituições

Como foi possível observar, as trajetórias recentes de liberalização econômica da Índia e do Brasil encontram fortes paralelos. Além de ocorrerem num mesmo período de tempo, revelaram também aspectos semelhantes em relação às políticas adotadas, tais como: liberalização financeira prudente, pautada por demandas conjunturais e não por adesão cega a programas ideológicos – como ocorreu, por exemplo, na Argentina, Rússia e Chile; manutenção da capacidade de coordenação estatal por meio do fortalecimento das estruturas regulatórias e dos bancos públicos, que buscaram a capitalização por meio de abertura de capital e adequação às regras prudenciais internacionais; a importância crucial dos atores domésticos no equilíbrio de forças do sistema político como variável independente e estratégica da agenda de reformas do período. As privatizações e a liberalização comercial na Índia e no Brasil sempre foram fortemente delimitadas por atores estratégicos muito bem posicionados no sistema político, que fizeram valer seu poder de veto parcial às reformas.

A questão que deve nortear a hipótese de trabalho diz respeito à necessidade de compreender que a história e suas conjunturas críticas importam para entender determinadas trajetórias de desenvolvimento e o repertório de alternativas que os *policy makers* têm à sua disposição. Desse modo, uma longa trajetória de desenvolvimento caracterizada pelo modelo de substituição de importações, que antecedeu à abertura econômica, conferiu ao Estado instrumentos de margem de manobra que permitiu uma “adaptação prudente” à trajetória do novo cenário internacional.

Interessou ressaltar, dentro desse contexto de mudança incremental, como as agências estatais de regulação e intermediação financeira cumpriram um papel fundamental de coordenação política e estratégica, tanto no momento de abertura econômica e liberalização quanto na fase de retomada da política de desenvolvimento posterior à crise financeira dos países emergentes entre 1997 e 2002.

A abordagem empregada incorpora a extensa tradição da economia política comparada, fortemente inspirada pela literatura da variedade de capitalismo (HALL e SOCKICE, 2001). Dentro dessa tradição já há também uma rica bibliografia voltada para a compreensão dos sistemas financeiros, no qual se busca estabelecer trajetórias e complementaridades institucionais entre arranjos bancários e os mercados de capitais (ZYSMAN, 1983; GOUREVITCH e SHINN, 2005). Segundo essa literatura, o padrão de coordenação do financiamento é uma variável que se complementa institucionalmente com os mecanismos de inovação, rotatividade da mão de obra, níveis de desigualdade social, conflitos distributivos e qualificação do trabalho. O esforço analítico do artigo foi mostrar os casos do Brasil e da Índia como exemplos de regimes produtivos coordenados, nos quais os bancos do setor público cumprem o papel estratégico para promover a

estabilidade macroeconômica nos termos do novo desenvolvimentismo. Ou seja, uma estabilidade não apenas monetária, como também no plano da inovação, do investimento, da renda salarial, do emprego, de modo a reduzir as incertezas relativas à demanda futura e induzir os agentes a investirem em ativos de capital.

Interessa em particular identificar os atores e as instituições que regulam seus horizontes de expectativas. A emergência de uma literatura que questiona o modelo “Berle e Means” de governança corporativa – segundo o qual as empresas tenderiam a adotar uma estrutura decisória baseada num padrão de dispersão acionária centrada nos mecanismos de complementaridade institucional liberal – tem se mostrado bastante útil para entender os casos do Brasil e da Índia (AGUILERA e JACKSON, 2003; LA PORTA et al., 1999). Ao destacar o papel do Estado como coordenador da intermediação financeira através dos bancos públicos ressaltou-se como esse papel estratégico redistribui os incentivos entre os atores-chave, a exemplo dos fundos de pensão. Há uma literatura crescente mostrando que tanto a Índia quanto o Brasil se destacam por uma estrutura corporativa em que o Estado e outros atores privados ainda reproduzem uma estrutura decisória centrada em grandes acionistas (*large shareholders activism* ou *stakeholders*). As expectativas em torno desse ativismo são controvertidas, mas revelam um padrão de coordenação muito mais complexo que envolve principalmente bancos estatais e fundos de pensão (LAZZARINI, 2011; ALMEIDA, 2010; SARKAR e SARKAR, 2000). §

Referências bibliográficas

- AGUILERA, R. e JACKSON, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, vol. 28:3.
- ALMEIDA, M. (2009). Desafios da real política industrial brasileira do século XXI. Texto para Discussão n. 1452, Ipea, Brasília, dezembro.
- AHLUWALIA, M. S. (2005). Lessons from India's Economic Reforms. *Development Challenges in the 1990s' – Leading policymakers speak from experience*. Oxford University Press.
- BARBOSA, N. (2010). Latin America: Counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09. *Journal of Globalization and Development*, vol. 1, issue 1, article 13.
- BARDHAN, P. (1988). *The political economy of development in India*. New Delhi: Oxford University Press.
- BHATTACHARYA, S. e PATEL, U. (2002). Reform strategies in the Indian financial sector. *Conference on India's and China's experience with Reform and growth*. New Delhi, november.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. (2006). The new developmentalism and conventional orthodoxy. *Économie Appliquée*, 59 (3), p. 61-94.
- CASTRO, L. B. (2006). *Financiamento do desenvolvimento: teoria, experiência coreana (1950-1980) e reflexões comparativas ao caso brasileiro*. Rio de Janeiro: CPDA/UFRRJ (tese de doutorado)
- CHIBBER, V. (2003). *Locked in place – state-building and late industrialization in India*. New Jersey: Princeton University Press.
- CINTRA, M. e PRATES, D. (2009). The impact of Basle II on the structure of the Brazilian domestic financial system. *Financial System in Brazil – the new Dynamics*. Hyderabad: Icfai University Press.
- DENOON, D. (1998). Cycles in Indian Economic Liberalization, 1966-1996. *Comparative Politics*, vol. 31, nº 1.
- DINIZ, Eli e BOSCHI, R. (2007). *A difícil rota do desenvolvimento – empresários e a agenda pós-neoliberal*. Belo Horizonte: Ed. UFMG.
- ECHEVERRI-GENT, J. (2004). Financial globalization and India's equity market reforms. *India Review*, vol. 3. nº 4, p. 306-332.
- HERMANN, J. (2002). Financial Structure and Financing models: the Brazilian experience over the 1974-1997 period. *Journal of Latin American Studies*, vol. 34, nº 1.
- KHAN, M. (2006). Corporate governance and the role of institutional investors in India. *Journal of Asia-Pacific Business*, vol. 7(2).
- KAPUR, D. (2007). Political Economy of Reform in Índia – ideas, interests and institutions. Paper prepared for the conference on *Rule and Reform in the Giants: China and India Compared*. Harvard University, Cambridge, November 30-December 1.
- KLETZER, K. (2004). Liberalizing capital flows in India: financial repression, macroeconomic policy and gradual reforms. *India Policy Forum*. Brookings Institution, vol. 1.
- KOCHANEK, S. (1995). The Transformation of Interest Politics in India. *Pacific Affairs*, vol. 68, nº 4.
- KOHLI, A. (2007). State, Business, and Economic Growth in India. *Studies in Comparative International Development*, 42:87-114.
- _____. (2006). Politics of economic growth in India, 1980-2005. *Economic and Political Weekly*, April 8.
- LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F. e SHLEIFER, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54: 471-517.
- LAZZARINI, S. (2011). *Capitalismo de laços – os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- MANCUSO, W. P. (2007). *O lobby da indústria no Congresso nacional – empresariado e política no Brasil contemporâneo*. São Paulo: Humanitas/Edusp.
- METTENHEIM, K. von (2010). *Federal Banking in Brazil: Policies and Competitive Advantages*. Pickering & Chatto Ltd.
- MOHAN, R. (2007). India's financial sector reforms – fostering growth while containing risk. Conference at Yale University, New Haven, December 3rd.
- MUKHERJI, R. (2009). The state, economic growth, and development in India. *India Review*, vol. 8, nº 1, p. 81-106.
- PATEL, U. (2004). Role of State-owned institutions in India: should the government “do” or “lead”? World Bank, International Monetary Fund and Brookings Institution – *Conference on Role of State-Owned Financial Institutions*. Washington, D.C., April 26-27.
- PEDERSEN, J. (2008). *Globalization, development and the state: the performance of India and Brazil since 1990*. Basingstoke/New York: Palgrave Macmillan.
- _____. (2000). Explaining Economic Liberalization in India: State and Society Perspectives. *World Development*, vol. 28, nº 2.
- REDDY, Y. V (2010). Asia: counter-cyclical policies: Indian experience and some general observations. *Journal of Globalization and Development*, v. 1, issue 1
- _____. (2002). Public Sector Banks and The Governance Challenge: Indian Experience. Paper presented at International Monetary Fund, and Brookings Institution Conference on Financial Governance: the role of the public and private sectors on April 18 at New York.
- RODRIG, D. e SUBRAMANIAN, A. (2004). From “Hindu Growth” to Productivity Surge: The Mystery of the Indian Growth Transition. *IMF Working Paper*.
- SANTANA, C. H. (2010). BNDES e fundos de pensão: padrões de reestruturação acionária e graus de internacionalização. *VII Workshop Empresa, Empresários e Sociedade América Latina*. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, 25 a 28 de maio.
- SARKAR, J. e SARKAR, S. (2000). Large Shareholder activism in corporate governance in developing countries: evidence from India. *International Review of Finance*, 1:3, p. 161-94.
- SINGH, A. (2008). The past, present and future of industrial policy in India: adapting to the changing domestic and international environment. *Centre for Business Research*. University of Cambridge, Working Paper n. 376.
- SAXENIAN, AnnaLee (2006). *The New Argonauts: Regional Advantage in the Global Economy*. Harvard University Press.
- SOLA, L. e MARQUES, M. (2006). Central banking, democratic governance, and the quality of democracy. *Statecrafting Monetary Authority: Democracy and Financial Order in Brazil*, Oxford: Centre for Brazilian Studies – University of Oxford.
- SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. e MICHEL, R. (2005). Por que o novo-desenvolvimentismo? – versão ampliada e modificada da Introdução feita pelos autores ao livro *Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social*, editado pela Fundação Konrad Adenauer. Acessível em http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/porque_novo_desenvolvimentismo.pdf
- STALLINGS, B. e STUDART, R. (2006). *Finance for development: Latin America in comparative perspective*. Washington: Brookings Institution Press/Cepal.

- STREECK, W. e THELEN, K. (2005). Introduction: institutional change in advanced political economies. Beyond continuity. Oxford University Press.
- STUDARD, R. (2000). *Pension funds and the financing productive investment – an analysis based on Brazil's recent experience*. Santiago de Chile: Eclac.
- VELASCO e CRUZ, S. (2007). Reformas econômicas em perspectiva comparada: o caso indiano. *Trajetórias: capitalismo neoliberal e reformas econômicas nos países da periferia*. São Paulo: Unesp.
- VOGEL, S. (1996). *Freer markets, more rules – regulatory reform in advanced industrial countries*. Cornell University Press.
- ZYSMAN, J. (1983). *Governments, Markets, and Growth: Finance and the Politics of Industrial Change*. Cornell University Press.

Recebido em março de 2011
e aprovado em julho de 2011