

# BNDES e o financiamento do desenvolvimento

---

*Ernani Teixeira Torres Filho \**  
*Fernando Nogueira da Costa \*\**

## **Resumo**

Este artigo tem dois objetivos. Inicialmente, procura recuperar as principais teses contidas na bibliografia referente ao Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e seu papel histórico no financiamento do desenvolvimento socioeconômico brasileiro. O segundo objetivo é analisar a perspectiva do financiamento em longo prazo no País e qual será o papel futuro do BNDES nesse cenário. Inovações financeiras recentes transferiram o financiamento de longo prazo para fora dos balanços dos bancos em direção às carteiras de ativos dos fundos gestores de riqueza. A hipótese-chave é que o atual padrão de financiamento em longo prazo brasileiro deverá, nos próximos anos, sofrer alterações, aproximando-se, embora de forma própria, ao que já se vem praticando em outros países. Isso obrigará a uma mudança no comportamento dos principais atores desse mercado, destacadamente, na atuação do BNDES. Tal perspectiva deveria mudar o rumo do debate acadêmico, hoje, muito polarizado ideologicamente.

**Palavras-chave:** Banco de Desenvolvimento. Financiamento. Inovação financeira.

## **Abstract**

### ***BNDES and the development finance***

This paper has two objectives. First, it seeks to summarize the main theses contained in the literature on the Brazilian Development Bank (BNDES) and its historical role in the financing of Brazil's economic development. Secondly, the paper seeks to analyze Brazil's perspectives for long-term financing and what the future role of BNDES will be in this scenario. Recent financial innovations took long-term financing off the balance sheets of banks and moved it to the asset portfolios of the wealth manager funds. The key assumption is that the current pattern of long-term financing in Brazil will change in the coming years, and it will become more similar to that which is already being practiced in other countries, albeit in its own way. This result will require a change in the behavior of the main players in this market, and particularly in the way in which BNDES performs. Such a perspective is likely to change the course of related academic debate, which today is far too ideologically polarized.

**Keywords:** Brazilian Development Bank; Finance; Financial innovation.

**JEL** G17, G18, G21, G24, G38.

## **Introdução**

O artigo tem dois objetivos. Inicialmente, procura recuperar as principais teses contidas na bibliografia referente ao BNDES e seu papel no financiamento do desenvolvimento socioeconômico brasileiro. Isso deve ser realizado tendo em vista

---

\* Professor Associado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE-UFRJ)/Bolsista do Ipea (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada), Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: [ernanit@hotmail.com](mailto:ernanit@hotmail.com).

\*\* Professor Livre-Docente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp)/Bolsista do Ipea. E-mail: [fernando.nogueira.costa@gmail.com](mailto:fernando.nogueira.costa@gmail.com).

uma *dupla perspectiva*. Por um lado, analisar a avaliação do papel da instituição a partir do debate acadêmico mais abstrato, ou seja, verificar a *fundamentação teórica* de cada conjunto relevante de autores. Por outro lado, expor claramente o *debate ideológico*, representante de conflitos de interesses concretos, que deve estar referenciado ao momento histórico e político em que está inserido.

A cada contexto ou tema histórico-institucional que se apresenta à discussão da opinião especializada, aquelas linhas de pensamento lançam mão de argumentos circunscritos, embora mantenham o mesmo substrato teórico. Levantar os principais argumentos encontrados na literatura publicada acerca do BNDES, distinguindo todos os planos de análise, do mais abstrato ao que trata das decisões práticas, é o desafio proposto na primeira parte desse artigo.

Neste breve *survey* não se pretende seguir a cronologia das publicações, pois a resenha poderia encerrar-se quase em uma narrativa sequencial de fatos históricos. Para não ficar em apresentação meramente descritiva, resumindo autores que contam “sempre a mesma história”, é mais interessante buscar fazer *leitura analítica* da literatura acadêmica sobre o BNDES: catalogar como os principais temas foram tratados pelas correntes de pensamento liberal e desenvolvimentista. A ideia-chave é resgatar as *abordagens teórico-abstratas permanentes* e diferenciá-las das *abordagens histórico-institucionais datadas*.

Embora os temas diferenciem-se ao longo do tempo – financiamento da infraestrutura e indústria de insumos básicos (1952-1964), financiamento da indústria de base e socorro a empresas em situação falimentar (1964-1984), financiamento à exportação e privatização (1985-2002), financiamento à retomada do crescimento sustentado por ciclo de investimentos e atuação contra crise (2003-2011) –, o debate esteve ancorado nos mesmos fundamentos teóricos. No fundo, são argumentos ideológicos, cujos conteúdos se repetem, embora mudem de aparência.

O segundo objetivo é analisar a perspectiva do financiamento em longo prazo no País e qual será o papel do BNDES nesse cenário futuro, tendo como ponto de partida o desenvolvimento recente do mercado financeiro internacional. A globalização financeira, de uma forma geral, empurrou o financiamento de longo prazo para fora dos balanços dos bancos em direção aos fundos gestores de riqueza. Essa mudança não representou um alijamento dos bancos do processo, mas sua reinserção no papel de originadores e distribuidores relevantes.

O mercado de capitais tornou-se, assim, o *locus* central da intermediação de longo prazo em grande parte do mundo desenvolvido e emergente. O Brasil já dispõe de um mercado financeiro que possui capacidade e instrumentos suficientemente desenvolvidos para operar de forma ampla a intermediação direta de fundos de longo prazo entre os detentores da riqueza líquida e os investidores. Até o momento, a

elevada taxa de juros, tanto a nominal, quanto a real, foi uma barreira que inibiu a intermediação privada doméstica de títulos corporativos de longo prazo.

Há, todavia, sinais de que o atual padrão de financiamento em longo prazo brasileiro deverá, nos próximos anos, sofrer alterações, aproximando-se, embora de forma própria, ao que já se vem praticando em outros países. Isso obrigará a uma mudança no comportamento dos principais atores desse mercado, inclusive o BNDES. Conseqüentemente, deveria mudar também o rumo do debate acadêmico.

## 1 Fundamentos teóricos e históricos dos neoliberais e dos desenvolvimentistas

Em ensaio clássico, “*A Teoria Monetária e a História: Tentativa de Perspectiva*”, publicado originalmente em 1967, o laureado John Hicks pergunta-se: que sucedeu com as duas correntes de pensamento, a ortodoxa e a heterodoxa, no período clássico e neoclássico, ou seja, pré keynesiano? A primeira era representada, grosso modo, por David Ricardo e seus seguidores da *Currency School*. Ela defendia que tudo funcionaria bem se encontrasse a forma pela qual o crédito atuasse como fosse dinheiro neutro, isto é, a moeda e o crédito não teriam existência própria no sentido de motivar decisões, seja de adiamento, seja de adiantamento de gastos. As instituições financeiras seriam consideradas, basicamente, atores passivos, ou seja, meros intermediários financeiros. A outra corrente, representada por Henry Thornton e defensores da *Banking School*, defendia que o dinheiro creditício deveria ser administrado, ainda que fosse difícil regulá-lo. O que se sucedeu parece a Hicks ser, fundamentalmente, o seguinte:

A doutrina ricardiana se tornou a doutrina oficial, ou talvez se possa dizer que muitas coisas, que só tinham sentido nos termos de Ricardo, constituíram a doutrina oficial. Esta doutrina teve hegemonia durante tempo suficiente para que fosse apresentada por Keynes como a doutrina *clássica* que devia ser atacada. Os banqueiros falavam em ‘ricardiano’ em seus discursos. Nos Manuais, o sistema monetário, inclusive com crédito muito desenvolvido, era analisado em termos ricardianos. Entretanto, isto era a teoria; na prática, vigorou mais a Escola Thornton-Mill (Hicks, 1975, p. 197).

Teoricamente, de acordo com princípios abstratos do livre-mercado, não haveria necessidade de desenvolver bancos públicos, nem mesmo Bancos Centrais. Na prática, houve sempre certa ambigüidade da própria “iniciativa particular” a respeito, pois não só esses emprestadores em última instância desenvolveram-se, mas também outras instituições financeiras estatais. O Banco da Inglaterra criou, de maneira seminal, longa descendência em que, em sua organização, todos os Bancos Centrais possuem um departamento de controle monetário, em termos contemporâneos, o de “mercado aberto” e outro departamento de supervisão bancária que acabou se avantajando. Isso não estaria de acordo com a doutrina oficial, mas predominou historicamente.

Hicks acreditava que:

aos banqueiros parecia muito bom seus bancos aparecerem como (ou eles mesmos pensarem que eram) apenas um agente passivo que se ajustava a umas ‘regras’. Isto porque se suspeitassem que eles tinham ampla influência e controle, os cidadãos se teriam questionado: por que direito tinham eles esse controle? Suas ações afetavam a todo o mundo, às vezes afetavam *muíttissimo* a todo o mundo. Que direito podiam deter, quando esse poder não lhes era concedido por eleições regulares em regime democrático? Portanto, era muito conveniente manter um véu que lhes protegia (Hicks, 1975, p. 198).

Assim, a disseminação do uso da moeda bancária e a necessidade de regulação por parte dos Bancos Centrais levou a esse “cinismo intelectual”. Para superá-lo, foi necessária evolução no modelo ortodoxo original. Passou-se a admitir que o sistema monetário apoiado em bancos comerciais era capaz de, em determinadas circunstâncias, expandir ou contrair a quantidade de moeda-crédito para além das condições de equilíbrio idealizado entre oferta e demanda agregada, gerando problemas de inflação/deflação de preços. Deu-se a perceber, nas entrelinhas, que o sistema de crédito poderia de fato incentivar a aceleração do investimento.

A abordagem abstrata da teoria econômica hegemônica, no entanto, nos discursos dos banqueiros e dos economistas estava, por sua vez, em dissonância com a imposição da realidade de atraso histórico sofrida por vários países de capitalismo tardio. Em 1894, John Hobson apontava, no capítulo X de seu livro *A Evolução do Capitalismo Moderno – Um Estudo da Produção Mecanizada*, para a importância de “*O Financiador*” na formação das grandes corporações norte-americanas. Posteriormente, Alexander Gerschenkron, no livro *O Atraso Econômico em sua Perspectiva Histórica* (original de 1962), registrou que, em casos da Europa continental e do Japão, no final do século XIX, a ação dos bancos e do Estado foi decisiva para que a industrialização prosperasse muito rápido.

A Grande Depressão de 1929 criou condições para que vários Estados Nacionais abandonassem, na prática, as doutrinas econômicas liberais até então propagadas nos países ocidentais. Diante da contração abrupta de mais de 30% no nível de atividade nos Estados Unidos, o governo Hoover – anteriormente, portanto, ao *New Deal* de Roosevelt – montou instituições financeiras públicas com o objetivo explícito de sustentar o investimento privado em longo prazo. Em 1932, foi criada a *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), com o objetivo de realizar empréstimos para bancos, ferrovias e companhias de seguro. A partir da citada experiência, o governo americano foi estendendo sua atuação financeira para as áreas de agricultura, exportação e habitação. Casos semelhantes também vieram a ocorrer no cenário europeu.

No pós-guerra, essa visão intervencionista do setor público no financiamento em longo prazo do investimento privado esteve claramente presente na montagem do novo sistema monetário internacional em Bretton Woods, em 1944. Os acordos previam a necessidade de recuperação dos mercados financeiros internacionais como meio de se retomar o comércio multilateral. Tal renascimento, entretanto, deveria evitar os males que haviam dado origem à crise de 1929 e suas consequências deletérias sobre o nível de atividade.

A retomada do financiamento ao setor privado deveria, então, preservar a autonomia da política econômica dos governos nacionais. A instabilidade e o caráter especulativo intrínseco ao mercado financeiro privado não poderia, de forma alguma, comprometer a reconstrução dos países afetados pelo conflito bélico nem a aceleração do desenvolvimento econômico nos países mais pobres. Foi com base em tal concepção de organização do sistema financeiro que se deu a criação de instituições públicas – no caso, as multilaterais, Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial – para comandar as relações financeiras internacionais. Não se deveria almejar a volta ao mundo financeiro pré-1930, comandado por bancos privados.

A partir dessa perspectiva, promoveu-se a criação de bancos nacionais de desenvolvimento (BD) em diferentes regiões do mundo entre os quais se destaca o caso brasileiro do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico – BNDE, criado em 1952. As referidas instituições deveriam canalizar recursos internacionais e nacionais, em longo prazo, para promover a expansão da infraestrutura e da indústria moderna. Para isso, deveriam contar com corpo funcional capaz de avaliar projetos com base em técnicas mais avançadas de análise e atuar conforme as melhores práticas de contratação financeira. Os BD seriam, assim, peças relevantes nos mecanismos de direcionamento de crédito a partir dos Estados Nacionais comandariam o financiamento em longo prazo de seus programas nacionais de desenvolvimento.

À medida que os mercados financeiros domésticos, nos países avançados, foram recuperando-se, os títulos de dívida pública começaram a servir de base para o manejo das políticas monetárias. Eles passaram a gozar de elevada liquidez e, mesmo remunerando seus titulares com baixas taxas de juros, suas estruturas a termo foram alongando-se. Nesse ambiente de inovações financeiras, outros mecanismos de direcionamento de crédito foram ganhando corpo, como por exemplo, a garantia pública para créditos privados em longo prazo. Essa garantia tinha a vantagem de prescindir da mobilização prévia de recursos fiscais.

Simultaneamente, tornava voluntária a adesão das instituições privadas, o que não ocorria com os mecanismos de exigibilidade de direcionamento de crédito. Na realidade, compunha-se com política monetária heterodoxa. A exigência de “reserva dual”, por exemplo, incentivava o direcionamento de crédito com taxa de

juros abaixo do mercado a setores prioritários ou empresas de menor porte. A agenda desenvolvimentista conseguiu também impor como necessária a intermediação, via bancos públicos, de fundos paraíscais para regiões subdesenvolvidas ou atividades subatendidas por bancos privados.

O BD dos países avançados buscou encontrar nichos de mercado para sua atuação. O Banco de Desenvolvimento do Japão, por exemplo, focou as áreas de tecnologia de ponta. Já, o Banco de Desenvolvimento da Alemanha (KfW) passou a ocupar-se, entre outras coisas, do crédito educativo. Nos países em desenvolvimento da Ásia e da América Latina, tais instituições desenvolvimentistas continuaram a ter o papel mais amplo, próximo do proposto desde sua criação, ou seja, financiamento da infraestrutura de indústria de base. Segundo a literatura econômica desenvolvimentista, isso se deve, em boa medida, porque os mercados privados de endividamento em longo prazo não se tornaram realidade.

Ao contrário, a literatura econômica *mainstream* tratou a experiência de direcionamento de crédito em países não industrializados, na segunda metade do século XX, como algo negativo, inclusive porque teria prejudicado o desenvolvimento do mercado de capitais. A *Hipótese da Repressão Financeira*, levantada por Ronald McKinnon (1973), afirmava que essa atuação, particularmente, o uso de taxas de juros em longo prazo baixas ou negativas em termos reais, seria a causa e não a consequência da ausência de mercado de capitais local. A solução do problema do financiamento, visto como idêntico ao da “canalização da poupança ao investimento”, teria de ser via mercado, no bojo de um conjunto de reformas liberalizantes, inclusive privatizando bancos estatais. Assim, agenda neoliberal tomou conta do Banco Mundial nos anos 1980 e sua adoção passou a ser contrapartida de empréstimos.

Outra forma de tratar a questão aconteceu a partir da *Hipótese das Falhas de Mercado*. Seus autores keynesianos partiram da constatação de que falhas estruturais como a existência de assimetria de informações, poderiam comprometer a formação plena de mercados livres particularmente na área financeira. O *Modelo de Racionamento do Crédito* de Joseph Stiglitz (1981) foi construído sobre essa hipótese e a decorrente seleção adversa de maus clientes. A presença de bancos públicos com financiamentos em longo prazo era justificada com base no argumento de que supririam necessidades que o mercado privado não seria capaz de atender.

O debate aparentemente teórico, mas com posicionamento ideológico claro, foi ainda alimentado por conjuntura financeira bastante adversa, enfrentada pelas instituições financeiras públicas, em particular, na América Latina. A crise da dívida externa dos anos 1980 havia levado a duas máximas valorizações cambiais (e conseqüente mudança de patamar da taxa de inflação) e à desorganização das finanças públicas. Como parte do processo de ajuste, bancos públicos foram muitas vezes utilizados como expediente emergencial, seja para reforçar “caixa única” dos

governos, seja mesmo para resgatar grupos privados em situação falimentar, mas politicamente bem conectados.

Os programas de ajuste fiscal e de busca de equilíbrio no balanço de pagamentos, assumidos pelos países da região, tiveram como aliados vários ideólogos da privatização que se expressavam não só na imprensa, mas também na literatura acadêmica. Participantes do chamado *Consenso de Washington*, tiveram papel de formadores da opinião especializada em favor da privatização de muitas dessas instituições financeiras estatais. Algumas foram simplesmente fechadas, enquanto outras continuaram existindo apenas como “agências de desenvolvimento”. Operavam mecanismos de repasse de recursos externos ou fiscais, mas eram impedidas de originar operações diretamente.

Nesse cenário, as grandes instituições financeiras públicas federais brasileiras, particularmente o BNDES, configuraram um caso à parte. Devido em parte à resistência dos ideólogos do desenvolvimentismo, não foram liquidadas, privatizadas nem manietadas. Foram, ao contrário, beneficiadas pela reestruturação patrimonial, capitalização e, depois, recuperação do crédito público. Cada uma delas foi objeto de medidas de saneamento financeiro e/ou capitalização específica. O BNDES, em particular, encarregou-se e beneficiou-se patrimonialmente da privatização de empresas estatais. A dúvida é se o processo ocorreu apenas como estágio preparatório para futura privatização. A era neoliberal foi superada antes de a onda privatista chegar aos bancos.

Em vários momentos, todavia, nos últimos quinze anos, a atuação do BNDES foi questionada por parte da literatura econômica, ora pela “neoliberal”, ora pela “neodesenvolvimentista”. Na primeira, o argumento mais comum foi o de que a instituição era responsável pela geração de processo *crowding out*, o qual teria inibido tanto a atuação dos bancos privados no financiamento em longo prazo, quanto o desenvolvimento do mercado de capitais. Essa crítica era, em parte, a resposta neoliberal ao fato de a estabilização pós-1994 não ter levado, diferentemente do que pregavam vários dos autores envolvidos com o Plano Real, ao desenvolvimento “quase automático” de mercado privado de renda fixa em longo prazo. Não se criou, via forças de mercado, esse *funding*.

Nos últimos anos, segundo os desenvolvimentistas, “o BNDES viveu nova era de ouro”. Desde a retomada do crescimento, em 2004, a economia brasileira atravessou o mais longo e intenso ciclo de investimento desde os anos 1970. Por dezenove trimestres, o investimento cresceu em média duas vezes mais que o PIB. O citado ciclo foi também caracterizado pela presença de grande número de projetos inteiramente novos que requeriam longo prazo de maturação e estruturas muito robustas de financiamento. Nesse cenário, a demanda por recursos do BNDES teve rápido crescimento, o que levou ao quase esgotamento das fontes próprias de financiamento em longo prazo.



Frente ao processo, a literatura desenvolvimentista defende a importância da atuação anticíclica desenvolvida pelo Banco, assim como por outras Instituições Financeiras Públicas Federais, após a crise financeira iniciada em setembro de 2008. Além de sustentar os projetos de investimento em curso, inclusive compensando eventuais frustrações de aportes de outras fontes de longo prazo, argumenta que o BNDES teve papel essencial na sustentação do crédito corrente, tanto em termos de capital de giro quanto de financiamento às exportações.

Diante da inelasticidade, em curto prazo, de suas fontes de recursos, os autores desenvolvimentistas argumentam que o governo não dispunha de outro recurso tão ágil quanto lançar mão do endividamento público para capitalizar o Banco e sustentar seus financiamentos imprescindíveis à atuação contra ciclo depressivo. A despeito do sucesso dessas medidas em promover a retomada do nível de atividade e do ciclo de investimento, o Banco foi objeto de críticas por parte de autores neoliberais. Em particular, criticaram a dimensão e a natureza extraorçamentária desses financiamentos recentes.

## 2 Abordagem desenvolvimentista

Resenhando as dissertações e teses defendidas no âmbito do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, estritamente focadas no tema, caracteriza-se a *abordagem histórico-institucional*. É o caso, por exemplo, da dissertação de Mestrado “*A Atuação do Sistema BNDES como Instituição Financeira de Fomento no Período 1952-1996*”, defendida por Cláudia Regina Baddini Currello, em 14 dez. 1998 e orientada pelo Professor-Doutor Paulo Roberto Davidoff Chaga Cruz.

O principal objetivo deste trabalho é o de avaliar a atuação do BNDES, observando de que modo a instituição contribuiu para o financiamento do desenvolvimento, de sua criação até o ano de 1996. A análise partiu do reconhecimento de estreita relação entre as políticas macroeconômicas e a atuação do Banco. Assim, as discussões realizadas sobre o BNDES inserem-se no contexto mais geral das políticas econômicas governamentais. O objeto de análise não é, portanto, a trajetória da instituição em si, mas sua atuação *pari passu* às políticas macroeconômicas enquanto Instituição Financeira de Desenvolvimento (IFD). Pelo contexto em que a autora da dissertação estava imersa, logo após a implementação do Plano Real, em 1994, com o objetivo de estabilização inflacionária, *ela questiona aquela mudança da prioridade estratégica do Banco*.

Ao avaliar a atuação do BNDES nas estratégias de desenvolvimento, esta dissertação não questiona a necessidade de IFD em países em desenvolvimento. Tal enfoque auxilia no exame do BNDES, mostrando a necessidade de políticas e estratégias de desenvolvimento articuladas para que ele possa cumprir satisfatoriamente seus



objetivos de fomento. No passado, a instituição concedia o financiamento de longo prazo aos setores prioritários para o desenvolvimento econômico, gerindo uma política de crédito seletivo. Naquele contexto pós-estabilização, a inexistência de uma política industrial ou mesmo de políticas macroeconômicas consistentes com o desenvolvimento dificultavam um perfil de atuação vinculado ao fomento por parte do BNDES, como a mestranda destacou em sua dissertação.

A premissa adotada de que “o nível de determinação da atuação do BNDES advém do perfil de políticas macroeconômicas” parece reduzir, no processo analítico, a importância dos elementos internos ao Banco, assim como os determinantes políticos mais gerais. Ela não desconhece, no entanto, a tese de Ciência Política, publicada por Luciano Martins (1985), de que “o BNDES como parte do aparelho estatal sofre influência de elementos políticos externos, ainda que apresenta uma autonomia com relação ao Estado brasileiro”. Ademais, a dissertação defendida na Unicamp reconhece que “elementos internos relativos ao corpo administrativo, estatutos e políticas operacionais da instituição também são importantes para a caracterização de sua dinâmica”.

A complexidade do BNDES como objeto de estudo dificulta uma abordagem capaz de abarcar todos seus aspectos: o público, o financeiro e o de fomento. Assim, a autora optou por uma análise mais restrita da instituição, observando-se mais detidamente seu papel como instrumento financeiro de implementação de estratégias de desenvolvimento e, portanto, a presença (ou não) de postura ativa frente ao desenvolvimento. A dissertação centrou seu foco nos objetivos de fomento do BNDES e avaliou o banco segundo essa perspectiva, partindo das políticas macroeconômicas implementadas nos diferentes períodos.

Outros trabalhos realizados sobre o BNDES analisaram aspectos diferentes da mesma instituição. Viana (1981) estudou a constituição do BNDES, enfatizando seu papel para a industrialização brasileira entre 1952 e 1961. O citado livro de Martins (1985) fez análise da instituição, ressaltando seus aspectos políticos na perspectiva de demonstrar as características e trajetória do Estado brasileiro após 1964. Najberg (1989) analisou a transferência de recursos públicos para o setor privado por meio dos empréstimos com correção monetária parcial concedidos pelo Sistema BNDES durante a década de 1970. O trabalho de Rattner (1991) vinculou a análise da instituição com o desenvolvimento tecnológico autônomo. Pellegrini (1993) enfatizou a atuação do BNDES na década de 1980 e início dos 1990, destacando algumas perspectivas para a instituição. Finalmente, antes da comentada dissertação de Currelero (1998), o trabalho de Monteiro (1995) mostrou a contribuição das aplicações dos fundos do Banco na formação da estrutura de diversos setores industriais brasileiros.

Ressalta-se, mais uma vez, as especificidades do trabalho de Currello (1998) frente aos demais citados ao se procurar analisar a atuação do BNDES nos diferentes contextos macroeconômicos, enfatizando seu papel efetivo como IFD. Seus resultados apontam para a existência de duas grandes fases vividas pelo BNDES durante o período 1952-1996.

A primeira compreende os anos 1952-1979 os quais possuem como elementos comuns a vigência de modelo econômico marcado pela forte presença governamental, as elevadas taxas de crescimento econômico, a crescente participação do capital externo no financiamento dos investimentos e a implementação de políticas razoavelmente consistentes com o desenvolvimento econômico e políticas industriais como as do Plano de Metas e II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento). Durante essa primeira fase, a atuação do BNDES mostrou-se funcional para com o modelo econômico desenvolvimentista, caracterizando-se como IFD ao prover crédito em longo prazo aos setores priorizados pelas estratégias de desenvolvimento, em geral, relegados pela iniciativa privada.

A segunda fase foi marcada pela perda de dinamismo do modelo vigente, em contexto de fortes pressões representadas pelo choques de petróleo e elevação das taxas de juros internacionais. A partir de então, nos anos 1980, as políticas macroeconômicas passaram a caracterizar-se pela busca dos ajustes internos e externos sem a redefinição de determinado modelo econômico a ser seguido. Considerou-se o início dos anos 1990 como o marco da implementação de novo modelo, classificado como *neoliberal*, cujas características principais foram a redefinição do papel do Estado e a ampliação das funções da iniciativa privada. Ao longo da segunda fase, o BNDES foi, de forma gradativa, perdendo sua funcionalidade anterior e afastando-se do perfil de atuação próximo ao de IFD.

Inicialmente, devido à necessidade do ajuste econômico, as estratégias de desenvolvimento foram deixadas para segundo plano e a Instituição voltou-se à finalização de projetos em andamento e socorro financeiro a empresas em crise. A partir de meados dos anos 1980, as prioridades setoriais, que norteavam as políticas de crédito do BNDES, desapareceram e o Banco procurou novos objetivos para redirecionar sua atuação, nem que fosse apenas a maximização de sua rentabilidade financeira.

Durante a década de 1990, sob o novo modelo neoliberal, o BNDES destacou-se como o condutor do Programa Nacional de Desestatização (PND). Após 1994, houve certo resgate do BNDES como fonte de crédito para empresas, porém, sem qualquer vinculação maior com alguma estratégia de desenvolvimento dirigida pelo Estado brasileiro. Assim, sua atuação não refletia a atuação típica de IFD.

Outra dissertação de Mestrado, apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP, em 27 fev. 2004, por Adriana Nascimento Diniz, sob orientação do Professor Doutor Cláudio Schuller Maciel, intitulada *BNDES: de agente desenvolvimentista a gestor da privatização – 1952-2002*, aborda o Banco também em fases históricas. Na primeira (1952-1979), caracterizou-o como agente do desenvolvimento com suas atenções mais voltadas para o setor público, embora desde 1964 tenha passado a financiar grandes projetos de empresa privada nacional. Na fase subsequente, nos anos 1980, ele se teria tornado agente de socorro de algumas empresas nacionais para evitar sua falência. A partir dos anos 1990, sua principal função teria sido a de gestor do PND, dissociando-se de seus objetivos históricos, segundo a linha de interpretação.

As primeiras privatizações teriam ocorrido durante a década dos 1980, via BNDESPAR, uma das subsidiárias do Banco. Diniz (2004, p. 3) sustenta a hipótese de que “a mudança da estratégia operacional iniciou-se nesse primórdio da era neoliberal, especificamente durante a gestão de Márcio Fortes”. O Banco passou então a agir com a lógica de *bank business*, isto é, relacionando a eficiência com o retorno dos investimentos. Em outras palavras, o futuro empreendimento passou a ser avaliado pela capacidade de retorno financeiro do empréstimo e não por sua importância em termos de desenvolvimento nacional.

Durante a década dos 1990, quando a prioridade absoluta em termos de política econômica esteve focada na política de estabilização da inflação, houve a redefinição do papel exercido pelo BNDES. Com a defesa de políticas de abertura comercial e financeira, desregulamentação e privatizações, a consequência foi que o Banco passou a exercer a função de principal instituição articuladora, promotora e defensora da desestatização. Alguns impasses políticos determinaram o compasso dos avanços e os métodos da implantação do processo de privatização em si. Este trabalho acadêmico explicita a descaracterização do BNDES, ao menos até 2002, enquanto instrumento público de planejamento e financiamento das políticas estratégicas de desenvolvimento.

Kurt von Mettenheim, autor estrangeiro especialista em bancos públicos federais brasileiros, foi professor-visitante da Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas (Eaesp-FGV) e pesquisador do Centro de Estudos Brasileiros da Universidade de Oxford. Escreveu o trabalho “*Commanding Heights: para uma sociologia política dos bancos federais brasileiros*”, cuja tradução foi publicada em 2005 na Revista Brasileira de Ciências Sociais.

Este artigo analisa os bancos do governo federal a partir da transição do regime autoritário e da estabilização dos preços em 1994. Por meio da comparação entre sistemas financeiros “centrados em bancos” e sistemas financeiros “centrados em mercados”, explora o impacto de tais sistemas sobre a distribuição de renda,

ênfatizando as diferenças regionais e nacionais. Foca as experiências de liberalização financeira e de reforma bancária e, por fim, sugere que o crédito popular apresente novas oportunidades ao desenvolvimento político e à inclusão social. A trajetória recente dos bancos federais brasileiros, segundo o autor estrangeiro citado, exemplifica a importância dos fundamentos institucionais da vantagem comparativa enfatizada na abordagem de “variedades de capitalismo” e aponta novos caminhos para repensar teorias sobre bancos públicos, política, mercados, cidadania e democratização.

Tomados como um todo, os bancos federais continuam sendo *commanding heights* (...) no sentido de serem ainda instituições financeiras determinantes do desenvolvimento brasileiro. [A expressão *commanding heights* é usada em discussões sobre a nacionalização de bancos e o planejamento econômico, referindo-se à posição dominante dos bancos.] A importância desses bancos contraria a ideia de que há uma mudança global em andamento para substituir a alocação governamental de recursos em favor dos mercados. Em vez de refletir um consenso sobre a necessidade de liberalizar e privatizar, a experiência brasileira envolve uma nova divisão de trabalho financeiro, vantagens comparativas institucionais e políticas contra-cíclicas[*sic*] ainda em busca do crescimento sustentado e da inclusão social. Este artigo examina os contornos dessa nova modalidade de capitalismo financeiro [Mettenheim, 2005].

Em termos de custo fiscal e orçamentos governamentais, ele apresenta um argumento decisivo no debate: as instituições financeiras públicas federais (IFPF) podem “fazer mais por menos”. São nove vezes mais, desde que o Índice de Basileia exige 11% do capital para cobertura dos empréstimos, comparando o valor em dinheiro necessário para executar diretamente políticas públicas com a mesma quantidade de recursos capitalizados nas IFPF, fazer empréstimos e captar depósitos de terceiros. Essas instituições podem gerar políticas públicas cujo gasto efetivo sai por cerca de 10% do custo fiscal potencial. As alocações orçamentárias para as IFPF transformam-se em reservas de empréstimos. Tais empréstimos multiplicam a quantidade de dinheiro na economia, exacerbando ciclos de expansão ou atuando contra o ciclo de queda.

Sinteticamente, são hipóteses-chave da *abordagem histórico-institucional e teórica desenvolvimentista* acerca do papel do BNDES no financiamento do desenvolvimento. Esta abordagem desenvolvimentista contrapõe-se à *abordagem liberal* e, ao predominar no governo federal, nos anos 1990, obrigou o BNDES a ter uma atuação privatizante. Quando os neoliberais foram para a oposição, passaram a questionar a própria existência do Banco.

### 3 Abordagem neoliberal

Desde o fim do regime militar, entre 1985 e 2007, em 22 anos, o BNDES teve 19 presidentes. Entre eles, muitos eram notórios acadêmicos de linhas de

pensamento econômico divergentes. Assim, ora liberais, ora desenvolvimentistas, estiveram em sua Presidência ex-professores da PUC-Rio (Eduardo Modiano, Pérsio Arida, Edmar Bacha, André Lara Resende; Luiz Carlos Mendonça de Barros, aliado a essa corrente, deu aulas na Unicamp), USP (André Franco Montoro Filho, Andrea Calabi, Demian Fiocca), FGV-SP (Guido Mantega), Unicamp/UFRJ (Antônio Barros de Castro, Carlos Lessa, Luciano Coutinho).

É evidente que a literatura acadêmica não só refletiu a respeito dos determinantes político-ideológicos e técnico-burocráticos da atuação do BNDES como ela própria refletiu esse debate. Não se caracteriza por “visão científica”, supostamente, neutra e/ou imparcial.

Livro, por exemplo, sob patrocínio da Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (Anbid), em parceria com o Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças (Iepe/CdG), organizado por Pinheiro e Oliveira Filho (2007), propõe-se a abordar tema controverso: a contribuição do direcionamento do crédito para o desenvolvimento econômico e do sistema financeiro. Os artigos reunidos analisam os mecanismos da poupança compulsória e do crédito direcionado, além do papel dos bancos públicos no Brasil e no exterior. O caráter político-ideológico de alguns artigos ficou determinado pela própria origem, pois visavam a contribuir para os debates pré-eleitorais realizados em dois seminários, em agosto e novembro de 2006.

Nesse livro, Cláudio Haddad, ex-diretor do Banco Central do Brasil (1980-1982), ex-sócio e diretor superintendente do Banco Garantia (1983-1998) e presidente da entidade mantenedora do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (Ibmecc), apresenta a “tese” de que “o desenvolvimento do mercado de capitais não ocorreu no Brasil por causa do BNDES”. Segundo seu raciocínio, o modelo adotado no Brasil inibiu o mercado de capitais.

O fato de o governo concentrar poupanças restringe o crédito privado de longo prazo, sobretudo em face da ausência de mobilidade internacional de capitais. As empresas se tornam cada vez mais dependentes do governo para se financiarem e, ao serem abastecidas por ele, reduzem a demanda por instrumentos alternativos de financiamento privado, mantendo-se o *status quo* (Pinheiro; Oliveira Filho, 2007, p. 274).

Haddad afirma que, no cenário contemporâneo:

os bancos públicos, para sobreviver, têm sido, cada vez mais, obrigados a se comportar como bancos privados. [...] no caso dos bancos comerciais, a tendência verificada em vários países, independentemente de seu nível de renda, tem sido privatizá-los, total ou parcialmente, e estabelecer instrumentos de governança mais efetivos, como Conselho Deliberativo atuante e supervisão eficaz do órgão regulador. No Brasil, em casos como o do Banco do Brasil e

da Caixa Econômica Federal, a implantação de instrumentos de governança rigorosos talvez seja a melhor solução alternativa, pois é pouco provável que, no curto prazo, haja clima político para a privatização desses bancos. A venda de lotes expressivos de ações, a montagem de Conselhos de Administração independentes e atuantes, e fiscalização efetiva do Banco Central podem ser um bom *second best*. Obviamente, isso é fácil de ser dito, mas difícil de ser posto em prática, já que nenhum político larga de bom grado do poder de influenciar a nomeação de gerentes e diretores, ou a alocação de certos empréstimos e despesas (Pinheiro; Oliveira Filho, 2007, p. 275).

Na perspectiva em que os bancos públicos brasileiros tornar-se-ão irrelevantes ou desaparecerão com o desenvolvimento econômico, Edmar Bacha, diretor do Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças, consultor sênior do Banco Itaú-BBA, ex-presidente do BNDES (em 1995), acha que é necessário concluir o programa neoliberal de extermínio dos bancos públicos, iniciado com os bancos estaduais. “Parece já haver suficiente amadurecimento institucional no país para dar o passo seguinte e fechar ou privatizar as instituições estaduais remanescentes, cuja única função é a sustentação de oligarquias e burocracias regionais parasitárias” (Pinheiro; Oliveira Filho, 2007, p. 267).

No universo dos bancos federais, ele identifica hierarquia de entes, em ordem crescente de sua atual relevância social, para ir à privatização. “Para os bancos de desenvolvimento regional [BNB e Basa], tradicionais vítimas de uso político, há dois caminhos: a federalização, colocando-os sob a égide do BNDES, ou a extinção”.

Bacha propunha, nos seminários que a Anbid e o Iepe/CdG realizaram antes da eleição presidencial de 2006, o seguinte:

para a Caixa Econômica Federal, podem ser sugeridas duas alternativas. A primeira, mais simples, é incorporá-la ao Banco do Brasil. A segunda, abrir seu capital, em conjunto com um saneamento de seus ativos, e, seguindo o exemplo da China na reforma de seus bancos públicos, vender parcela dele para investidores privados estratégicos, com direito a assento no Conselho de Administração. Essa reestruturação societária contribuiria para melhorar a governança corporativa da Caixa, criando anteparos à ação de grupos de interesse, tanto político-eleitorais quanto corporativos, a que ela tem estado tradicionalmente sujeita (Pinheiro; Oliveira Filho, 2007, p. 267).

Finalmente, sua receita para o Banco do Brasil seria um processo de esvaziamento e extinção gradativo.

O rumo a seguir pelo Banco do Brasil passa pelo continuado aperfeiçoamento de sua governança corporativa e a separação, inclusive em termos de financiamento, de suas funções de banco comercial daquelas de agente do Tesouro Nacional. Cabe, em particular, suprimir da Constituição e da legislação complementar a obrigação de o governo usá-lo como agente financeiro

exclusivo. Em termos mais amplos, o objetivo seria focar suas atuais funções de garantir amplo acesso bancário à população e de postar-se como linha auxiliar do Banco Central no combate a crises financeiras, no contexto de um mercado ainda em processo de normalização (Pinheiro; Oliveira Filho, 2007, p. 268).

Em sua visão, sobraria lugar apenas para o BNDES como provedor do financiamento de longo prazo, enquanto avança o “processo de normalização financeira”. Ele, todavia, seria quase um “doente terminal” com o “balão de oxigênio” do FAT sendo progressivamente esvaziado, ou seja, extinto. Assim, na visão do referido autor, quando o mercado de capitais estivesse plenamente desenvolvido, deixaria de ter relevância.

Esses economistas liberais supunham, antes da crise mundial de 2008, que a presença de bancos públicos seria quase irrelevante, porque o país já teria superado os estágios iniciais e intermediários do desenvolvimento econômico e alcançado o almejado “grau de investimento”. Havia total omissão no debate em relação ao desenvolvimento social. Em defesa da “tese do estágio da normalização financeira”, achavam que desenvolvimento era uma sequência de etapas inexoráveis, em que o apogeu seria alcançado se (e quando) instituições tipicamente norteamericanas aqui constituíssem o padrão. Enganavam-se, porque instituições, entre as quais as financeiras, são costumes ou estruturas sociais estabelecidas por lei ou, consuetudinariamente, por um povo, vigorando em determinado Estado. Não são “modelos intercambiáveis” como pressupunham. Prova disso foi a reconhecida importância da atuação anticíclica, na recessão de 2009, por parte dos bancos públicos federais brasileiros.

Outra “tese” controversa era a de Pêrsio Arida, ex-presidente do BNDES (1993-1994) e do Banco Central do Brasil (1995), então membro do Conselho de Administração do Banco Itaú Holding Financeira S.A. Reapresentou sua “tese” no Prefácio do citado livro, já que a tinha divulgado, em maio de 2005, em artigo intitulado “*Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica*”. Argumentava que, muito em função do plano de estabilização que ele (co)elaborou, vivia-se “processo de normalização financeira”. Tratava-se então do momento de “corrigir distorções de funcionamento e anacronismos”.

Seu principal foco de ataque era a existência da “poupança de longo prazo” (FGTS e FAT):

canalizando-a, por razões exclusivamente políticas e sem amparo na teoria econômica, para bancos públicos, principalmente a Caixa Econômica Federal e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. (...) No entanto, no contexto atual em que os bancos privados estão mais e mais dispostos a realizar empréstimos de prazos longos, e o mercado de capitais na forma de



ações ou de títulos de crédito de longo prazo floresce, a lacuna de mercado está a desaparecer, e com ela, o papel singular desempenhado pelos bancos públicos no financiamento de longo prazo (Pinheiro; Oliveira Filho, 2007, p. 13).

Sua crítica ao FGTS era por ele ter rentabilidade (TR mais 3% a.a.) inferior ao custo de oportunidade dado pela taxa de juros fixada pelo Banco Central do Brasil (Selic). Evidentemente, não se atentava para o despropósito de submeter esse *funding* de financiamentos habitacionais em longo prazo (de 20 a 30 anos) à volatilidade da taxa de juros de curto prazo, estabelecida pela política monetária. Achava que o FAT “é um tributo perverso para a atividade produtiva, posto que não incide sobre a renda”. Pior para ele é seu destino de “lastrear empréstimos com taxas subsidiadas [TJLP] e alimentar programas de eficácia no mínimo discutível [os do BNDES do qual foi presidente]”. Sua intolerância, no entanto, com o crédito direcionado pelos bancos públicos, na verdade, é porque “aumenta a taxa de juros que o Banco Central tem de fixar para garantir dada meta inflacionária”. Os bancos públicos elevam a demanda agregada, cujo controle seus ex-colegas no Banco Central desejavam manter.

Ele reconhecia que a “supressão do FAT e do FGTS reduziria o montante dos recursos à disposição dos bancos públicos”. Afirmava, todavia, sem provar empírica ou analiticamente que: “em compensação, diminuiria a taxa de juros, aumentaria a eficiência da economia, melhora a distribuição de renda e o bem-estar, e faria crescer a formação de capital lastreada em mecanismos voluntários de poupança”. Assim, “o desafio, aqui, está em reverter mecanismos criados para lidar com lacuna de mercado que não existe mais e repensar o destino de bancos públicos que deles dependem em maior ou menor grau, como a Caixa Econômica e o BNDES” (Pinheiro; Oliveira Filho, 2007, p. 14-15).

Na realidade, condicionar a redução do *spread* bancário ao fim do crédito direcionado, sendo consequência e não causa da alta taxa de juros, no sistema de crédito no Brasil, era proposta muito perigosa. Caso fosse adotada, poderia significar, na prática, a obtenção de lucro privado com o uso de dinheiro público, ou então, a eliminação do *funding* existente em longo prazo.

De acordo com sua argumentação, bancos públicos com cerca de 200 anos (BB), 150 anos (Caixa) e 60 anos (BNDES) não deveriam fazer parte de um “processo de normalização financeira”, porque seriam “anormais” na história! Por seu critério de análise, eram instituições financeiras “anormais”, pois não tinham similares, atuando de maneira semelhante nos Estados Unidos. Neste país, singularmente, predominou *economia de mercado de capitais*, mas o caso norte-americano não constitui o “padrão mundial de normalidade financeira”, em que predominou *economia de endividamento*! Na verdade, ele constituiu movimento histórico tão específico que o tornou caso único, dificilmente repetível.

Logo, entretanto, salta à vista do leitor a defesa de interesse empresarial que move Arida a suscitar “discussão acerca do próprio papel desses bancos [públicos]”.

Sem os mecanismos de poupança compulsória, o espectro de atividades dos bancos públicos tende a coincidir com o dos bancos privados, e funções como a administração de programas e fundos alimentados por recursos do Tesouro Nacional podem ser feitas por bancos privados credenciados. Então, sua defesa da privatização dos bancos federais é anunciada sob forma de pergunta: “em mercados financeiros normalizados, justifica-se a alocação de recursos do Tesouro em ações de bancos?” (Pinheiro; Oliveira Filho, 2007, p. 15).

Esse pressuposto de “normalização”, absolutamente, Arida não demonstrou que já tinha ocorrido, haja vista a crise posterior e a necessidade de atuação anticíclica dos bancos públicos. Tampouco, ele não provou que as atividades de bancos privados eram excludentes e não complementares às executadas por bancos públicos.

A “*Proposta Arida para o BNDES*” mereceu pronta resposta de Ernani Teixeira Torres, economista do BNDES e professor do Instituto de Economia da UFRJ, em agosto de 2005. Outra visão desenvolvimentista crítica à de Arida foi apresentada em artigo de outro ex-presidente do Banco, Carlos Lessa, *Atrofiar, ‘privatizar’ ou, se possível, fechar o BNDES*, Valor Econômico, em 3 de agosto de 2005.

Torres (2005) buscou avaliar as consequências mais importantes da eventual implementação da Proposta Arida, que se contrapunham a algumas das “vantagens óbvias” apontadas pelo autor. O intuito, portanto, era dar clareza e identificar alguns dos limites presentes nos argumentos da proposta inserida em uma vertente de opinião que se colocava abertamente contrária ao papel cumprido pelo Banco naquela fase do sistema financeiro nacional. Embora não fosse sua intenção explícita, inevitavelmente, polemizava com ela.

Caso as reformas contidas na Proposta Arida fossem implementadas, o impacto sobre o BNDES seria amplo e imediato. O Banco perderia, em prazo muito curto, parcela importante dos recursos sob sua administração. A redução a zero da alíquota do PIS sustaria, de forma permanente, a de entrada de novos recursos da principal fonte da instituição.

O aporte do FAT Constitucional sempre foi importante para o Banco por dois motivos. O primeiro devia-se ao fato de ser fonte estável e garantida de recursos, que historicamente vinha mantendo-se em níveis superiores aos respectivos pagamentos de rendimentos. Ademais, o FAT Constitucional era a principal *fonte permanente* do Banco, ou seja, correspondia a um *quase-capital* na medida em que não havia a previsão de amortizações ordinárias.

Os impactos da redução a zero da alíquota do PIS poderiam, até mesmo, chegar a afetar a liquidez corrente do BNDES. Nesse caso, a capacidade de a instituição financiar novos investimentos poderia ficar comprometida pelo pagamento do seguro desemprego e, em cenários mais extremos, haveria a necessidade de monetizar-se parte dos ativos de longo prazo do Banco.

A mudança na taxa básica de juros do Sistema FAT-BNDES constituiria uma mudança radical da visão até então dominante quanto à finalidade e ao regime de alocação do FAT. O Fundo tinha por propósito principal a geração de emprego e o apoio ao desenvolvimento nacional, não a maximização do retorno de seus ativos. Adicionalmente, financiava o seguro desemprego como um instrumento social compensatório. A elevação da taxa básica de juros do Fundo eliminaria a arbitragem favorável aos tomadores de recursos e, com isso, a capacidade de o governo fazer uso da TJLP como instrumento de incentivo ao investimento e à alocação diferenciada de recursos de longo prazo.

A “privatização” do acesso aos recursos do FAT proposta por Arida esbarraria em algumas dificuldades importantes para ser implementada. A primeira seria de que forma administrar o risco dos bancos junto ao FAT. Os bancos públicos – BNDES, BB e CEF – davam garantia absoluta ao Fundo pelo fato de serem controlados pelo Tesouro Nacional e não estarem sujeitos à lei de falências. Por esse motivo são sujeitos, além do acompanhamento de auditorias privadas, aos diversos mecanismos de controle da União. Se os bancos comerciais privados fossem acessar diretamente o Fundo, existiria uma questão prévia a ser solucionada: como e por quem seria feita a administração do risco dos novos tomadores?

Dentre as três sugestões apresentadas na Proposta Arida, a ideia mais radical era a da mudança imediata do indexador básico do Fundo. Basear a nova TJLPM no IGP-M eliminaria, a seu ver, a principal barreira institucional existente à unificação dos dois mercados de crédito de longo prazo: o do Sistema FAT-BNDES e o, ainda incipiente, dos bancos comerciais. Tanto a necessidade quanto a oportunidade dessa medida, como mostrou Torres (2005), eram bastante discutíveis.

Outra crítica oposicionista à atuação recente do BNDES baseia-se na ideia de que sua atuação é uma forma de concessão de “subsídio” e “favorecimento” ao organizar empreendimentos enormes em associação com grandes empresas brasileiras. De acordo com essa hipótese de “escolha dos vencedores”, ele ofereceria subsídios e parcerias estatais sem exigência de contrapartidas. Incentivaria a formação de conglomerados e oligopólios que, sob o argumento de melhoria da competitividade da indústria brasileira, acabariam atentando contra o livre-mercado.

Os críticos citados estimavam o custo anual do subsídio, comparando o custo atual do financiamento da dívida pública (Selic) com a TJLP e aplicando a

diferença ao montante da capitalização do Banco por seu controlador, o Tesouro Nacional, via empréstimo em longo prazo. Faziam cálculos estáticos para resultados dinâmicos. Não contemplavam o investimento multiplicador de renda, a elevação da arrecadação fiscal nem o pagamento futuro de dividendos. O valor exato dos juros sobre a capitalização do banco só poderá ser conhecido no fim do financiamento. Poderá ser bem menor do que a quantia então estimada, pois há a tendência da TJLP e da Selic convergirem no longo prazo.

Existe um grande debate sobre o impacto fiscal dos empréstimos da União ao BNDES, segundo o qual, dado que os empréstimos têm custo indexado majoritariamente pela TJLP, haveria, em princípio, “subsídio” igual à diferença entre o custo de mercado do financiamento da União, baseado em Selic e a TJLP. No Texto para Discussão n. 1.665 do Ipea, Thiago Pereira e Adriano Simões e André Carvalho (técnicos do BNDES) argumentam que esse cálculo visto isoladamente pode suscitar conclusões equivocadas, pois ignora os ganhos fiscais resultantes das operações viabilizadas pelo empréstimo da União, entre eles:

1. o lucro do BNDES, que retorna à União por meio de dividendos, tributos e lucros retidos;
2. o ganho fiscal em curto prazo, decorrente da expansão do produto e da renda da economia;
3. o ganho fiscal em longo prazo, resultante do fato de que a capacidade produtiva da economia será maior nos próximos anos, viabilizando o crescimento da demanda sem pressão inflacionária, maior Produto Interno Bruto (PIB) e arrecadação fiscal mais elevada.

Quanto à crítica de “favorecimento”, qualquer escolha de setores prioritários na estratégia de crescimento explicitada no PAC (Programa de Aceleração Econômica), evidentemente, exigia selecionar as empresas contempladas com financiamento de modo transparente, inclusive apresentadas no *site* do Banco. Defender isonomia entre empréstimos dirigidos aos grandes grupos, responsáveis pelos principais projetos em andamento, sobretudo os ligados à Petrobrás e às micros, pequenas e médias empresas era desculpa antes adotada para não se escolher o caminho do desenvolvimento, o que era coerente com a *atitude passiva pró-mercado*. Em nome de “não privilegiar clientes”, emprestava apenas para se privatizar o patrimônio público.

Em síntese, a abordagem desenvolvimentista defende que o BNDES foi autenticamente Banco de Desenvolvimento apenas quando houve *planejamento oficial* no Governo Federal, durante o Plano de Metas (anos 1950), o II PND (anos 1970) e o PAC (anos 2000), ou seja, na metade de sua existência de 60 anos. A *alternância de poder* entre “monetaristas” e “estruturalistas”, “cosmopolitas” e

“nacionalistas”, “liberais” e “desenvolvimentistas”, cada qual mantendo a tradição de suas linhas ideológicas, levou a que outros subperíodos (anos 1960, anos 1980 e 1990) fossem mais caracterizados por *gestão voltada à estabilização do contexto macroeconômico* ou mesmo *à execução de política pública específica como o Programa Nacional de Desestatização*. A política econômica em curto prazo recebeu, então, a prioridade da equipe econômica do Governo Federal e determinou a atuação do BNDES na era neoliberal.

Da leitura da literatura citada, várias questões emergem para o debate contemporâneo sobre o BNDES e o financiamento do desenvolvimento. Os desenvolvimentistas justificam a existência do BNDES para corrigir a lógica do mercado, *realocando recursos para setores prioritários*, mas não tão lucrativos e atraentes para iniciativas particulares. Em termos de custo fiscal e Orçamento Geral da União, o BNDES pode “fazer mais por menos”, isto é, gerar políticas públicas cujo gasto efetivo sai por cerca de 10% do custo fiscal potencial. As alocações orçamentárias da União para ele transformam-se em reservas para alavancar empréstimos. Os empréstimos do banco público possuem impacto suficiente para multiplicar a quantidade de dinheiro na economia, *exacerbando ciclos de expansão ou atuando contra ciclo de queda*.

Os neoliberais, quando estiveram no Poder, colocaram nos bancos públicos a função de carregar títulos de dívida pública, dando ao governo certa *autonomia em relação aos bancos privados*. A missão principal deles passou a ser a obtenção de lucros para pagar *dividendos* ao Tesouro Nacional, elevando o superávit primário. Questionaram, embora sem apoio político para mudar, o que consideram um dogma ideológico: o banco público usar, exclusivamente, fundos sociais, evitando obter lucros privados com dinheiro público.

Temas como o *grau de autonomia* em relação aos Ministérios da Fazenda, Ministério de Indústria e Comércio, contraponto ao Banco Central do Brasil etc., não são consensuais. A abordagem neoliberal, ao contrário da desenvolvimentista, não aceita sua coordenação com o Tesouro Nacional. Contrapõe com sua subordinação sim ao Banco Central do Brasil, ou seja, aos ditames da política monetária de controle da demanda agregada.

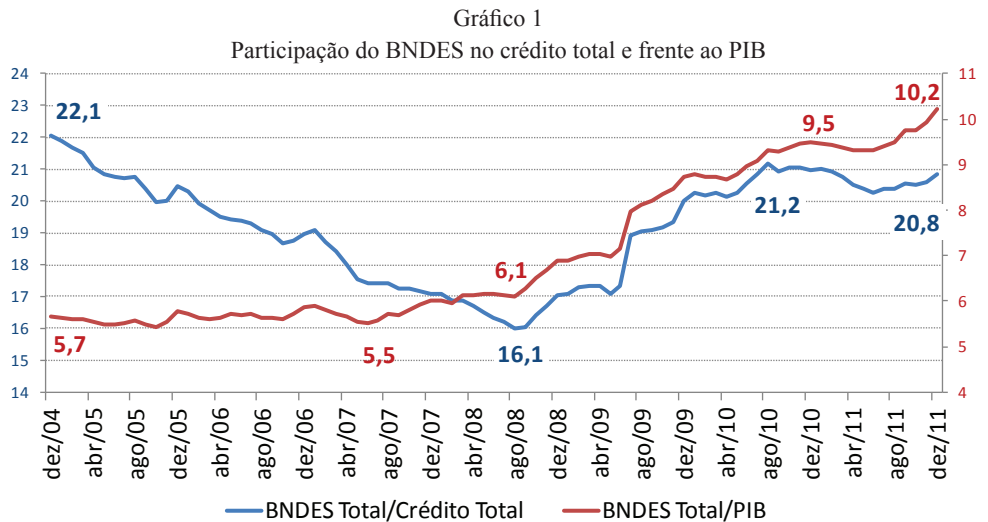
#### **4 Financiamento de longo prazo: experiência recente do BNDES**

O crédito bancário de longo prazo em moeda nacional às empresas no Brasil sempre foi uma atividade quase exclusiva do BNDES que, historicamente, dominou esse tipo de financiamento em moeda local. Em 2009, dois terços dos empréstimos de mais de cinco anos dos bancos brasileiros em 2009, incluindo tanto as operações com as empresas quanto com as famílias, era financiado pelo banco de

desenvolvimento. Do total, outros vinte pontos percentuais eram detidos por dois outros bancos públicos, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil, mas a maioria, direcionados para o crédito habitacional.

Além de serem de longo prazo, os créditos do BNDES têm uma alocação muito concentrada no financiamento de despesas associadas com o investimento produtivo das empresas, como a compra de máquinas e equipamento ou a construção de obras civis. A despeito de sua atuação muito circunscrita, o banco de desenvolvimento detém uma participação elevada no crédito bancário. Em 2011, respondeu por quase 21% desse total, o que correspondia a mais de 10% do PIB (Ver Gráfico 1).

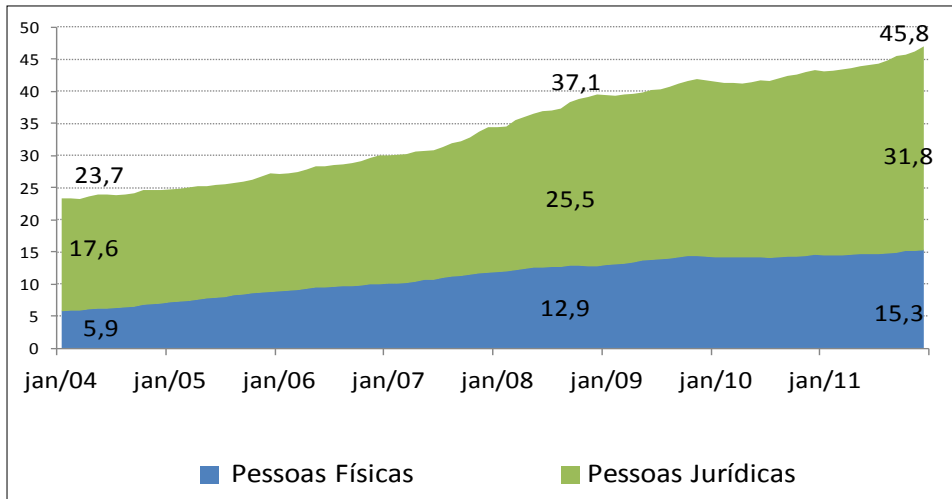
Tais percentuais sofreram, no entanto, grande volatilidade nos últimos anos. Entre 2004 e meados de 2008, período de rápido crescimento do crédito bancário, a participação do BNDES no crédito total reduziu-se de pouco mais de 22% para 16%. Esse recuo não foi, todavia, decorrente da disputa competitiva de outras instituições financeiras, mas sim, o resultado de uma mudança na estrutura do mercado bancário como um todo, em um cenário de rápido crescimento.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração de Torres Filho e Macahyba (2012).

Como se pode ver no Gráfico 2, a Brasil atravessou entre 2004 e 2008 a seu mais longo mais intenso ciclo de crédito desde os anos 1980. Essa expansão foi liderada desde o início pelo segmento voltado para as Pessoas Físicas, que passou de 5,9% do PIB em janeiro de 2004 para 15,3% em dezembro de 2011. O crédito às empresas, em particular as operações de curto prazo, só se aceleraram a partir de 2006.

Gráfico 2  
Crédito total, a pessoas físicas e a pessoas jurídicas frente ao PIB (%)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração de Torres Filho e Macahyba (2012).

Como tais segmentos mais dinâmicos do mercado estavam fora da atuação do BNDES, o banco viu sua participação de mercado cair de forma sustentada até 2008, apesar de suas operações terem mantido aumentado o ritmo de crescimento, em linha com o maior crescimento do PIB. Entende-se, assim, porque a relação entre os ativos de crédito do banco de fomento e Produto Interno Bruto manteve-se relativamente estável no período. Sob tal ponto de vista, o desempenho do banco de fomento é, em boa medida, muito correlacionado com o comportamento de determinados componentes da Formação Bruta de Capital Fixo como, por exemplo, a demanda de bens de capital domésticos.

Outro fator que também afeta o crescimento do crédito do BNDES decorre de seu papel como instrumento de política do governo. Como se verificou durante a crise de 2008/2009, o banco atuou tanto para sustentar o investimento como para compensar a retração de crédito por parte do sistema financeiro privado. Em consequência, em pouco mais de dois anos, a participação do BNDES no crédito bancário total passou de 16% para 21% ao mesmo tempo em que o estoque de suas operações frente ao PIB saltou de 6% para quase 10%. (Gráfico 2).

Essa abrupta aceleração do crescimento das aplicações do banco de desenvolvimento gerou uma pressão por recursos que não pode ser acomodada apenas por suas fontes tradicionais de financiamento, principalmente, o Fundo de Amparo aos Trabalhadores (FAT). Assim, entre 2007 e 2011, os empréstimos da União ao BNDES passaram de 6% para 50% do total de suas fontes.



Os maciços aportes do Tesouro apontam para uma mudança de caráter estrutural no padrão de financiamento do BNDES. A retomada do crescimento e a crise de 2008 tornaram explícito um problema já diagnosticado nos anos anteriores, a baixa elasticidade dos Fundos Sociais frente a um forte de crescimento da demanda de fontes de recursos das empresas.

O esgotamento do padrão de financiamento do banco de desenvolvimento foi adiado até 2008 pelo uso de mecanismos internos à instituição. Detentor de uma carteira de ativos de boa qualidade, o BNDES pode, ao longo da fase de menor dinamismo do investimento nos anos 1990, acumular um volume maior de ativos líquidos e com elevado potencial de ganhos de capital. Essa folga foi mobilizada, ao longo da segunda metade da década de 2000, ao custo da redução da liquidez própria da instituição, ou seja, pagamentos de juros e amortização frente aos desembolsos, que passou de níveis superiores a 100% em 2004 para percentuais um pouco acima de 70% nos últimos anos.

## **5 Papel dos títulos corporativos no financiamento de longo prazo**

Apesar de tanto o debate teórico quanto o político continuar ainda restrito à intermediação bancária dos créditos de longo prazo, a verdade é que, no mercado internacional, houve uma grande evolução nas formas tradicionais de intermediação desses fundos. Na prática, os bancos, em lugar de manterem esses empréstimos em seus balanços, tornaram-se agentes originadores e distribuidores dessas operações junto a um mercado de capitais em forte expansão, por meio de inovações financeiras baseadas na securitização de suas carteiras.

A mudança começou basicamente na década de 1980. Até então, os Estados Unidos eram o único país a ter um mercado relevante de títulos corporativos. Desde os anos 1930, os EUA impuseram uma rigorosa separação entre as atividades desenvolvidas por bancos comerciais na concessão de crédito de curto prazo e as das demais instituições financeiras em operações de mercado de capitais. Essa separação contrastava com os modelos adotados em outros países avançados da Europa e no Japão, onde, na prática, dominavam formas específicas de bancos universais. O processo de liberalização pós-1980 impulsionou o mercado americano de títulos de dívida corporativa, criando condições para seu alargamento e aprofundamento. O impacto da globalização financeira em outras regiões fez, entretanto, com que o crescimento desse tipo de emissão no resto do mundo fosse ainda mais rápido.

A partir de tal desregulamentação, o resto do mundo foi aos poucos aderindo. O processo iniciou-se pelo Japão. O cenário japonês mudou radicalmente com a

liberalização e a internacionalização do mercado financeiro do Japão nos anos 1990, sobretudo com a desregulamentação da Bolsa de Tóquio de 1998. Graças a essa reforma, o Japão é hoje o segundo maior mercado mundial para títulos emitidos por empresas não financeiras, segundo o BIS.

A adesão da Europa ao mercado de papéis privados de longo prazo demorou um pouco mais por causa da importância que os bancos continuaram detendo no financiamento das empresas daquele continente. Esse cenário só começou a mudar com a entrada em vigor do euro em 1999. A liberalização financeira, que acompanhou introdução da moeda única, provocou o aumento da competição e o achatamento das margens de intermediação financeira. O modelo de originação de distribuição de créditos tornou-se, assim, cada vez mais importante nos mercados europeus.

Nos países de industrialização recente da Ásia, como Malásia e Coreia do Sul, a expansão das emissões de títulos corporativos necessitou de um “choque externo” – a Crise da Ásia de 1997 – para tomar impulso. Com a “parada súbita” dos financiamentos externos aos países da região, houve uma forte restrição ao crédito bancário doméstico, o que fez com que as empresas se voltassem para a captação de recursos por meio do lançamento de títulos nos próprios mercados de capitais nos mercados de capitais. Processos semelhantes ocorreram, porém mais tardiamente, na Índia e na China.

O desenvolvimento de mercados de dívida corporativa na América Latina tem sido, em geral, mais lento frente ao resto do mundo. A grande exceção a esse quadro é o Chile. Não só os níveis de dívida direta das empresas chilenas sempre foram mais relevantes frente ao PIB que em outras grandes economias da região, mas também o crescimento observado nos últimos anos foi bastante expressivo.

A maior emissão de títulos privados na América Latina vem sendo motivada por pela queda da inflação e taxas de juros, associadas à maior liquidez externa da região ao longo dos anos 2000. Outro fator foi a melhoria observada nas condições de gerenciamento das dívidas públicas, que se traduziu em estruturas a termo da taxa de juros confiáveis. Também, concorreram para isso os investidores institucionais, em particular os fundos de pensão, que tiveram importante função de sustentar a demanda por papéis privados latino-americanos. Em meados da década passada, tais instituições detinham 80% de todas essas emissões em países como Chile, Colômbia e Peru.

No cenário regional, o Brasil apresentou uma trajetória diferente. Apesar de o mercado financeiro brasileiro ter experimentado um rápido crescimento e modernização a partir de 2004, o segmento de títulos corporativos teve um

desenvolvimento limitado. De acordo com o Quadro, o mercado financeiro brasileiro, tomando-se a ótica dos investidores, atingiu em 2011 a R\$ 5,6 trilhões. Do montante, 40% eram de ações e 60%, de títulos representativos de dívida. Na renda fixa, a dívida pública respondeu por mais da metade do mercado de títulos. Esse percentual, no entanto, vem declinando acentuadamente ao longo dos últimos anos. Em 2006, atingia mais de 67%.

Entre os papéis privados, os de origem bancária respondem por 60% da classe de ativos, graças ao grande volume de emissões de Letras Financeiras observado nos últimos dois anos. Então, as debêntures representaram em 2011 pouco mais de 25% de todo o mercado de renda fixa privado, registrando uma queda frente aos quase 30% de participação relativa que detinham em 2006. Assim, um segmento, que já era relativamente pequeno, tornou-se ainda menor, em um período em que os mercados privados de renda fixa e variável tiveram crescimento expressivo.

Esse dado, no entanto, minimiza a importância dos bancos nos mercados de renda fixa, que, na prática, detêm uma presença grande na emissão de debêntures, quer diretamente por meio das empresas de *leasings*, quer de forma indireta mediante a estruturação e distribuição de papéis de seus clientes corporativos. Como se pode ver no Gráfico 3, entre 2005 e 2008, período que concentrou grande volume de lançamentos, as empresas de *leasing*, que em sua maioria são controladas por bancos, responderam por 68% das emissões. O lançamento de títulos por empresas de arrendamento mercantil participantes de conglomerados financeiros foi uma forma de os bancos evitarem a obrigação de realizar depósitos compulsórios junto ao Banco Central sobre suas captações que viessem a fazer junto ao público.

Além dos bancos, as grandes empresas dos setores de infraestrutura, em particular eletricidade e comunicações, também são emissores relevantes de debêntures. Suas dívidas em títulos, contudo, não apresentam características de longo prazo. Na prática, estão indexadas à mesma taxa básica que é referência para os papéis bancários e estão sujeitas prazos curtos por meio de cláusulas de recompra. Como se pode observar no Gráfico 4, mais de 90% das debêntures emitidas nos últimos anos foi atrelada à DI. Esse é o indexador não só das operações compromissadas interbancárias, como também das operações ativas dos bancos. Mostra que, na prática, tais emissões configuram renegociação de créditos bancários já existentes, com algum alongamento de prazos. Os tomadores desses papéis são, muitas vezes, as Tesourarias e os Fundos administrados pelos próprios bancos.

Quadro 1  
Evolução do estoque do mercado financeiro brasileiro (\*)

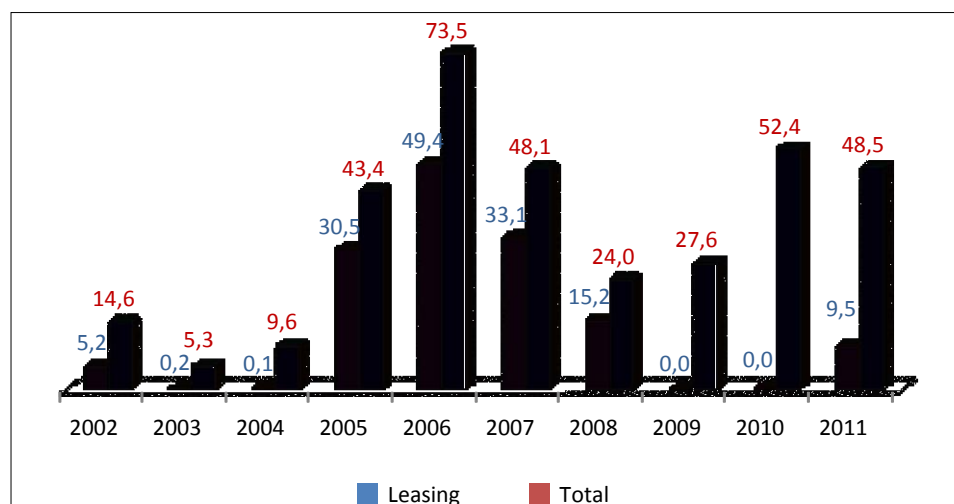
Em R\$ bilhões

Ativos		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Títulos Corporativos	Debêntures	156	210	248	283	338	397
	Outros	2	3	19	15	11	13
	Total (a)	157	213	267	298	349	410
Títulos Bancários	CDB	343	397	730	830	854	753
	LF (**)	--	--	--	--	31	149
	Outros (***)	3	7	6	19	55	30
	Total (b)	346	404	736	849	908	932
Títulos de Cessão de Crédito (c)		24	36	65	82	122	179
Títulos Privados (a+b+c)		527	653	1068	1228	1379	1521
Títulos Públicos (d)		1094	1225	1265	1398	1604	1783
Mercado de Renda Fixa (a+b+c+d)		1621	1878	2333	2627	2983	3304
Mercado de Ações (****) (e)		1545	2478	1375	2335	2569	2294
M. Renda Fixa + Variável (a+b+c+d+e)		3166	4356	3708	4961	5552	5599
Instrumentos Financeiros	DI	258	447	463	497	602	711
	Compromissadas	203	219	267	343	385	484
	Total (f)	461	666	730	841	987	1195
Mercado de Derivativos (*****) (g)		1723	2198	2697	4620	4536	5943
Total Geral (a+b+c+d+e+f+g)		5350	7220	7135	10422	11075	12736

(\*) Estoque – Posição do final de dezembro de cada ano. Para as operações compromissadas foram utilizados o giro correspondente ao penúltimo dia do ano; (\*\*) Letras Financeiras; (\*\*\*) Inclui Cédula de Debêntures, DPGE, Letra de Câmbio, Letra Financeira e RDB; (\*\*\*\*) Posição de capitalização bursátil da BM & FBovespa; (\*\*\*\*\*) Somatório do estoque de derivativos em custódia na CETIP e dos contratos em abertos da BM & FBovespa do último dia útil do ano.

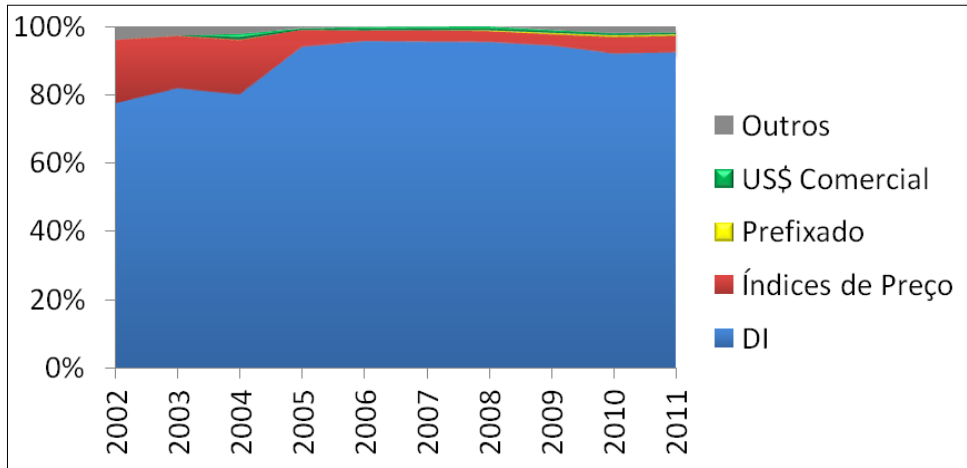
Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, CETIP e BM & FBovespa. Elaboração: Anbima.

Gráfico 3  
Emissões de debêntures por setor – ( Em R\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração de Torres Filho e Macahyba (2012).

Gráfico 4  
Emissões de debêntures por indexador  
(Em R\$)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração de Torres Filho e Macahyba (2012).

## Conclusões

Em sua trajetória, o BNDES foi liderado por expoentes de diversas linhas do pensamento econômico brasileiro. Os primeiros passos do banco remontam ao encontro do então desenvolvimentista de tendência “não nacionalista”, posteriormente, neoliberal, Roberto Campos, com o desenvolvimentista nacionalista, Celso Furtado, então à frente do grupo dedicado a técnicas de planejamento na Comissão Econômica para a América Latina (Cepal). O resultado foi o Grupo Misto Cepal-BNDE, ao qual se juntaram jovens economistas como Maria da Conceição Tavares, que chegou ao banco em 1957. Em seis décadas, passaram pela presidência e diretoria nomes de correntes tão diversas, como Antônio Barros de Castro, Carlos Lessa, Dílson Funaro, Guido Mantega, Andrea Calabi, André Lara Resende, Márcio Fortes, Pérsio Arida, Maria Silvia Bastos Marques, Paulo Hartung e Francisco Gros. Hoje, está presidido por economista desenvolvimentista, Luciano Coutinho, ex-professor do IE-Unicamp.

Quando se lê declaração como a do presidente da Casa das Garças, Edmar Bacha, à revista Rumos (2012), verifica-se como os neoliberais cobram entre si, até hoje, por não terem privatizado todos os bancos públicos federais, inclusive o BNDES. Eles perderam a oportunidade histórica, quando o presidiram outros colegas da PUC-Rio, como o próprio Bacha, Pérsio Arida e André Lara Resende. Declarou Edmar Bacha na matéria da revista:

Qualquer que tenha sido a importância histórica do BNDES como complemento à ação do setor privado, hoje em dia sua presença somente se justifica a partir de uma perspectiva de *crowding in* (inclusão) do setor financeiro privado na direção do longo prazo e dos empréstimos mais arriscados, especialmente na infraestrutura. Muito do que o banco tem feito mais recentemente, ao contrário, parece provocar um *crowding out* (exclusão), pois tem emprestado para o ‘creme’ das empresas brasileiras. Pesquisas empíricas recentes mostram que elas só não usam as linhas de crédito longas disponíveis interna e externamente para elas porque o crédito subsidiado do BNDES é muito mais barato (Rodrigues; Negreiros, 2012, p.36).

Defende-se, justamente, o oposto do diagnóstico do Bacha. Na economia brasileira, ocorre um *crowding-in*: com a depreciação da moeda nacional, estando agora o País em situação líquida de credor externo e a queda da taxa de juros, os menores encargos financeiros propiciam queda da relação dívida líquida / PIB. Com a diminuição do déficit nominal e a manutenção do superávit primário, há “margem fiscal” para o Tesouro Nacional fazer aportes ou capitalizações dos bancos públicos federais para estes alavancarem, financeiramente, os gastos privados. Verifica-se, então, que os gastos governamentais acabam estimulando-os por meio de financiamento de seus investimentos, ao invés de deslocá-los ou substituí-los.

*O Estado brasileiro situa-se hoje no centro das decisões cruciais de financiamento da economia.* O Tesouro Nacional oferece aos investidores risco soberano, para captar em longo prazo, tanto no mercado financeiro doméstico, quanto no internacional. Ele possibilita a realocação dos recursos em prazos adequados ao financiamento dos setores prioritários para o desenvolvimento brasileiro.

Caso o mercado de capitais *à la* modelo norte-americano tivesse se implantado, plenamente na economia brasileira, talvez, ele cumprisse algumas das seguintes funções:

1. conciliação de demandas conflitantes por grau de liquidez entre os investidores financeiros e os investidores produtivos, por meio da compatibilização dos prazos das operações.
2. concentração e centralização do capital necessário para investimentos de grande porte.
3. cobertura de riscos de não se conseguir o reembolso dos recursos ofertados (*risco de inadimplência*), de não se obter retorno real dos recursos aplicados (*risco de poder aquisitivo*) e de não se conseguir liquidar o investimento em curto prazo ao preço esperado (*risco de mercado*).
4. agilização do processo de transferência de recursos, por meio da criação de ativos padronizados.
5. diminuição dos custos de obtenção de informações.

Esse modelo de mercado de capitais dos Estados Unidos, contudo, não se reproduziu igualmente em muitas outras economias do mundo. No Brasil, o fraco desempenho do mercado de títulos corporativos contrasta com a experiência do crédito bancário e de outros mercados domésticos de títulos e valores mobiliários, particularmente a partir de 2004. Desde então, os empréstimos dos bancos praticamente dobraram frente ao PIB, enquanto a dívida pública passou por um intenso processo de alongamento de prazo, desdolarização, prefixação e desindexação da taxa Selic. A bolsa de valores e a bolsa de mercadorias & futuros fundiram-se na empresa BMF-Bovespa e ela se tornou uma das três maiores do mundo em valor de mercado.

Enquanto isso, o mercado de debêntures continuou sendo pequeno, pouco profundo e ilíquido, apresentando fortes características de dominância pelo crédito bancário. De fato, quando se compara o crescimento dos diferentes segmentos do mercado financeiro brasileiro a partir de 2004, percebe-se que a maior parte das emissões de debêntures é um “transbordamento” das operações de crédito de curto prazo dos bancos comerciais ou resulta de arbitragem regulatória das mesmas instituições.

O descompasso, frente ao que ocorreu no mercado internacional e no doméstico, permite afirmar que o Brasil configura um caso de atraso histórico tanto no mercado internacional de títulos corporativos quanto em relação ao restante do mercado financeiro nacional. Tal condição deve-se, nos dias atuais, primordialmente, a fatores locais. Na prática, persiste uma condição de inércia, que vem sustentando uma “zona de conforto” para os principais atores.

O principal fator a restringir o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos de longo prazo tem sido a persistência das altas taxas de juros, tanto em termos reais, quanto nominais. Essa condição vem mantendo-se por muitas décadas no Brasil e conseguiu sobreviver até mesmo aos avanços registrados nas condições de estabilidade macroeconômicas, frustrando as expectativas otimistas de muitos dos mais importantes analistas de mercado. Tal fator alia-se às condições de liquidez e indexação que prevalecem tanto para a dívida pública quanto à privada. No caso dos bancos, suas captações são, em sua maior parte, líquidas, indexadas à taxa do mercado monetário (percentual de CDI) e sujeitas a uma *duration* muito curta, em geral, de um dia. Na prática, os investidores ainda gozam de um privilégio, introduzido por títulos financeiros pós-fixados, de não ter o valor de seus ativos impactados pelas mudanças na taxa de juros básica de curto prazo.

Diante desse quadro, o apetite das empresas não financeiras para emitir papéis de dívida com longo prazo é bastante limitado. Para concorrerem com o governo e os bancos teriam de oferecer condições muito onerosas, principalmente em se tratando de instrumento de longa duração. Ademais, os custos diretos e indiretos das emissões são desencorajadores. Em termos ideais, os recursos deveriam contar com a maior



previsibilidade possível em relação aos fluxos futuros de pagamento, sobretudo em economias como a brasileira em que são usuais as mudanças abruptas da taxa de juros em resposta às pressões inflacionárias.

Há, no entanto, sinais de que esse quadro está em processo de mudança. A contínua redução das taxas de juros, recentemente, está sendo vista pelos participantes do mercado financeiro como uma tendência firme. Já se percebe a busca por maior rentabilidade em vários segmentos. Os fundos de pensão, por exemplo, adquiriram volumes importantes de debêntures bancárias com prazo mínimo de resgate de dois anos, as Letras Financeiras. Ao mesmo tempo, os investidores pessoas físicas passaram a ter mais interesse em títulos privados mais longos com isenção de imposto de renda, lastreados em recebíveis imobiliários ou agrícolas.

A visão teológica de que, se os preços relativos forem corretamente alinhados e uma estrutura a termo da taxa de juros estiver em vigor, então, será espontaneamente gerado no Brasil um mercado de títulos corporativos de longo prazo semelhante ao que já existe em outros países, parece estar longe da realidade brasileira atual. Os atores privados ainda estão digerindo o novo regime da política monetária imposta pelo Banco Central a partir do segundo semestre de 2011. Dada a memória inflacionária, as operações privadas em longo prazo ainda serão vistas apenas como situações pontuais, quando os bancos como intermediários financeiros poderão obter remunerações elevadas em operações específicas e possam “casar” o interesse de investidores e o de emissores.

Emissões eventuais não criam condições para o desenvolvimento de um mercado sólido, em que haja um fluxo corrente de emissões e de aquisições, baseado na confiança no risco de crédito das empresas tomadoras e nas condições de liquidez de cada empresa e do mercado como um todo. Para tanto, é necessário que empresas emissoras de debêntures de grande aceitação no mercado financeiro e de bom risco façam uso da dívida corporativa como instrumento recorrente de captação, a exemplo de governos e bancos e isso não é fácil nem rápido de ser produzido.

Em síntese liberal-desenvolvimentista, a “mão visível” do Estado poderia ter um papel importante na aceleração do processo de constituição do mercado de títulos corporativos. As condições macroeconômicas para seu desenvolvimento estão presentes. A dívida pública é cadente e bem gerenciada, a estrutura a termo da taxa de juros já alcança mais de dez anos, o mercado de capitais é sofisticado e amplo o suficiente para operar esses instrumentos. O mercado de títulos de dívida pública espelha as condições para constituir-se o mercado de títulos de dívida privada direta. Assim, um programa de incentivos à emissão de títulos corporativos de boa qualidade, apoiado por bancos públicos atuantes como “*market-makers*”, poderia ter papel catalizador importante nesse primeiro momento.

Em um cenário em que o mercado de títulos corporativos de longo prazo torna-se realidade, os bancos serão grandes atores em seu desenvolvimento e operação. Não deverão restringir-se à colocação de debêntures em suas carteiras próprias, mas passarão a ser originadores e distribuidores de títulos corporativos de longo prazo, a exemplo do que está acontecendo no resto do mundo.

Nesse caso, o BNDES certamente se adequará à nova realidade. Não deverá desaparecer como sugerido por alguns profetas neoliberais, mas irá ajustar-se às novas condições da concorrência. Tornar-se, também, um originador importante de operações com títulos de dívida direta das empresas não financeiras será um dos desafios que a instituição precisará enfrentar. A experiência que a instituição já acumula há décadas, no mercado acionário, proporcionar-lhe-á uma grande vantagem competitiva. O abandono, no todo ou em parte, do uso de um indexador próprio para suas operações, como é o caso da TJLP, quando a Selic dela aproximar-se, também será uma decisão crucial que mudará o contexto de financiamento de maneira irreversível. Em cenário de estabilidade macroeconômica, será possível trabalhar com títulos financeiros de longo prazo com índices de preços. Isto permitirá o aumento da liquidez da carteira de operações do banco de desenvolvimento, assim como maior acesso a *funding* de longo prazo. Também criará condições para que o BNDES, por meio do lançamento de títulos próprios no mercado de capitais, venha a se tornar cada vez menos dependente do Tesouro Nacional a seu financiamento. Em tal situação, caberá ao governo federal atuar mais como garantidor e equalizador de taxas de juros das operações que considere relevante, conforme suas prioridades de política econômica e social.

## **Bibliografia**

ARAUJO, V. L. *Revisitando o desenvolvimentismo brasileiro: o BNDE e o financiamento de longo prazo, 1952-1964*. 2007. Tese (Doutorado)-UFF/Faculdade de Economia, Niterói, 2007

\_\_\_\_\_; MELO, H. P. de. BNDE e Banco do Brasil/Creai: a evolução do sistema de financiamento de longo prazo no Brasil (1952-1964). In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 10, João Pessoa, PB, 2008. *Anais...*

ARONOVICH, S.; RIGOLON, F. *Cenários comparados da disponibilidade de recursos e alternativas de políticas para o futuro*. In: GIAMBIAGI, F.; ALEM, A. C. (Org.). *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.

BID. *Libertar o crédito*. Como aprofundar e estabilizar o sistema bancário. Relatório do BID. São Paulo: Editora Elsevier, 2005.

BIELSCHOWSKY, R. *Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo*. Rio de Janeiro: Ipea-Inpes, 1988.

BONELLI, R.; PINHEIRO, A. C. O papel da poupança compulsória no financiamento do desenvolvimento: desafios para o BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, jun. 1994.

CARVALHO, C. B. R. P. *A atuação do BNDES na integração da América do Sul*. 2011. Dissertação (Mestrado em Ciência Política)-Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2011.

CINTRA, M. A. Crédito público e desenvolvimento econômico: a experiência brasileira. In: FERREIRA, Francisco Marcelo Rocha; MEIRELLES, Beatriz Barbosa (Org.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 57-108.

CORREA, V. P. *A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento*. 1995. Tese (Doutorado)-Unicamp, Campinas, 1995.

COSTA, F. N.; DEOS, S. S. Reflexões sobre o financiamento da economia brasileira. *Análise Econômica*, FACE-UFGRS, Ano 20, n. 38, p. 23-44, set. 2002.

\_\_\_\_\_. Bancos e crédito no Brasil: 1945-2007. *História e Economia*, São Paulo; BBS; v. 4, p. 249-276, 2008.

\_\_\_\_\_. Agenda neoliberal: privatizar bancos públicos. *Revista de Economia Mackenzie*. São Paulo, v. 7, p. 4-30, 2009.

COSTA, F. N. *Brasil dos bancos*. São Paulo: Edusp, 2012.

CRUZ, P. R. D. C. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, p. 65-80, dez. 1994.

CURRALERO, C. R. B. *A atuação do sistema BNDES como instituição financeira de fomento no período 1952-1996*. 1998. Dissertação (Mestrado)-Unicamp, Campinas, 1998.

DINIZ, A. N. *BNDES: de agente desenvolvimentista a gestor da privatização – 1952-2002*. 2004. Dissertação (Mestrado)-Unicamp, Campinas, 2004.

FERREIRA, C. K. L. *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. 1995. Tese (Doutorado)-Unicamp, Campinas, 1995.

GARCIA, M. G. P. O financiamento à infra-estrutura e retomada do crescimento sustentado. *Revista de Economia Política*, v. 16, n. 3 (63), jul./set. 1996.

\_\_\_\_\_. *Reservas cambiais, BNDES e dívida pública*. 2010. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>>. Acesso em: 18 maio 2012.

GERSCHENKRON, Alexander (1962). *El atraso econômico em su perspectiva histórica. Atraso económico e industrialización*. Barcelona: Editorial Ariel, 1973.

GIAMBIAGI, F. et al (2009). O financiamento de longo prazo e o futuro do BNDES. In: GIAMBIAGI, F.; BARROS, O. *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Elsevier.

GIAMBIAGI, F.; RIECHE, F.; AMORIM, M. As finanças do BNDES: evolução recente e tendências. *Revista do BNDES*, v. 16, n. 31, p. 3-40, 2009.

HICKS, John. *Ensayos críticos sobre teoria monetária*. Barcelona: Ariel, 1975.

HOBSON, John A. (1894). *A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MATOS, F. Fundos públicos do governo federal: estado da arte e capacidade de intervenção. In: CARDOSO JR., J. C. (Coord.). *Estado, instituições e democracia: desenvolvimento*. Projeto Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro. Livro 9, v. 3. Brasília: Ipea, 2010.

MARTINS, L. *Estado capitalista e burocracia no Brasil pós 64*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

MCKINNON, Ronald I. *Money and capital in economic development*. Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

METTENHEIM, Kurt von. *Commanding heights: para uma sociologia política dos bancos federais brasileiros*. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, v. 20, n. 58, p. 47-67, jun. 2005.

MONTEIRO, D. C. *A aplicação de fundos compulsórios pelo BNDES na formação da estrutura setorial da indústria: 1952 a 1989*. 1995. Tese (Doutorado)-UFRJ, Rio de Janeiro, 1995.

MOURÃO, J. O. F. A integração competitiva e o planejamento estratégico no Sistema BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, p. 3-26, dez. 1994.

NAJBERG, S. *Privatização de recursos públicos: os empréstimos do Sistema BNDES ao setor privado nacional com correção parcial*. 1989. Tese (Doutorado)- PUC, Rio de Janeiro, 1989.

PELLEGRINI, J. Sistema BNDES – Atuação recente, diagnóstico da situação atual e perspectivas. *Revista Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 23, n. 3, set./dez. 1993.

PEREIRA, T. R.; SIMÕES, A. N. *O Papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009*. Rio de Janeiro: Ipea, 2010. (Texto para Discussão, n. 1665).

PINHEIRO, A. C. *Privatização no Brasil: passado, planos e perspectivas*. Brasília: Ipea, 1991. (Texto para Discussão, n. 230).

\_\_\_\_\_; OLIVEIRA FILHO, L. C. *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/Anbid, 2007.

\_\_\_\_\_. *Proposta para a ampliação e o alongamento de prazos no mercado de renda fixa privada no Brasil*. Rio de Janeiro: Anbima, mar. 2011.

PRADO, S. R. R. *Intervenção estatal, privatização e fiscalidade*. Intervenção estatal e economia mista no Brasil: origens, evolução e crise da empresa estatal. 1994. Tese (Doutorado)- Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 1994.

PRADO, S. R. R. Duas décadas de privatização: um balanço crítico. *Economia & Sociedade*, Campinas, n. 10, p. 39-79, jun. 1998.

PROCHNIK, M. Fontes de recursos do BNDES. *Revista do BNDES*. v. 2, n. 4, p. 143-180, 1995.

PROCHNIK, M.; MACHADO, V. Fontes de recursos do BNDES: 1995-2007. *Revista do BNDES*, v. 14, n. 29, p. 3-34, 2008.

RATTNER, H. *Instituições financeiras e desenvolvimento tecnológico autônomo: o BNDES*. São Paulo: IPE/USP-Fapesp, 1991.

RODRIGUES, A.; NEGREIROS, G. BNDS: 60 anos de protagonismo. *Revista Rumos*. Rio de Janeiro, Rumos – Publicação Bimestral da ABDE – Associação Brasileira de Instituições Financeiras de Desenvolvimento, Ano 36 – n. 262 – março-abril, 2012, p.30-39. 2012

SANTOS, L. O.; MACHADO, L. & PEREIRA, R. O. () BNDES e emprego. GIAMBIAGI, F. & ALEM, A. C. (Orgs). *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES. 2010

SANTOS, V. M. Por dentro do FAT. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, 2006.

STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, v. 3, n. 71, p. 393-410, 1981.

STUDART, R. Estado, o mercado e o financiamento do desenvolvimento nos anos 90. In: ENCONTRO DE ECONOMIA POLÍTICA, 2, São Paulo, 1997. *Anais...*

TAVARES, M. C. et. al. *O papel do BNDE na industrialização do Brasil: os anos dourados do desenvolvimentismo, 1952-1980. Memórias do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, v. 4, n. 4, 2010.

TONETO, R. *O financiamento de longo prazo no Brasil*. Da reforma financeira de 1964 aos anos 90: expansão, crise e novas tendências. 1997. Tese (Doutorado)-FEA-USP, 1997.

TORRES, E. T. *Proposta Árida para o BNDES*. Rio de Janeiro: BNDES, ago. 2005.

\_\_\_\_\_. Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: PINHEIRO; OLIVEIRA FILHO (Org.). *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/Anbid, 2007.

\_\_\_\_\_. Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Org.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 11-56.

\_\_\_\_\_; PUGA, F. Horizontes de investimentos 2007-2010: uma síntese. In: TORRES, E. T.; PUGA, F. (Ed.). *Perspectivas do investimento no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, 2007.

\_\_\_\_\_; PUGA, F. P.; FERREIRA, F. *Visão do desenvolvimento*. Rio de Janeiro, BNDES, 2006 a 2009, 4v.

TORRES, E. T.; MACAHYBA, L. *O elo perdido: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas*. São Paulo: IEDI-Instituto Talento, jun. 2012. Disponível em: <<http://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4ff6e4934e2d3070.pdf>>. Acesso em: 30 jul. 2012.

TOURINHO, O. A. F.; VIANNA, R. L. L. *Avaliação e agenda do Programa de Desestatização*. Rio de Janeiro: Ipea, 1993. (Texto para Discussão, n. 324).

WERNECK, R. L. F. *Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil*. Rio de Janeiro: PUC, 1989. (Texto para Discussão, n. 223).

VIANA, A. *O BNDE e a industrialização brasileira: 1952-1961*. 1981. Dissertação (Mestrado)-Unicamp, Campinas, 1981.

VILELA, A. Taxa de investimento e desempenho do BNDES: 1985-1994. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p. 129-142, dez. 1995.

VIDOTTO, C. A. *O sistema financeiro brasileiro nos anos 90: um balanço das mudanças estruturais*. 2002. Tese (Doutorado)-Unicamp, Campinas, 2002.